

ALEXANDER HELLGARDT

Kapitalmarktdeliktsrecht



Mohr Siebeck

Alexander Hellgardt

Kapitalmarktdeliktsrecht



Alexander Hellgardt

Kapitalmarktdeliktsrecht

Haftung von Emittenten, Bietern,
Organwaltern und Marktintermediären
– Grundlagen, Systematik, Einzelfragen –

Mohr Siebeck

Alexander Hellgardt, geboren 1978; Studium der Rechtswissenschaft und Philosophie in Tübingen; 2008 Promotion; 2003–2008 wissenschaftlicher Assistent und Referent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

ISBN 978-3-16-149750-6 / eISBN 978-3-16-164028-5 unveränderte eBook-Ausgabe 2024

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2008. www.mohrsiebeck.com

© Alexander Hellgardt.

Dieses Werk ist seit 08/2024 lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International“ (CC BY-SA 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Großbuchbinderei Josef Spinner in Ottersweier gebunden.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2007/2008 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Hamburg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur zum deutschen Recht sind noch bis zum 30. Juni 2008 berücksichtigt.

Entstanden ist die Arbeit während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Assistent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht. Die besondere Atmosphäre des Instituts sowie die Vielzahl der Gesprächs- und Diskussionspartner haben mir nicht nur eine unvergessliche Zeit und viele Freunde beschert, sondern sich auch in zahlreichen Details der Arbeit niedergeschlagen.

Mein besonderer und tief empfundener Dank gilt meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. *Klaus J. Hopt*. Er hat mich für die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem deutschen, europäischen und internationalen Unternehmens- und Kapitalmarktrecht begeistert und war der Grund dafür, dass ich in meine Geburtsstadt Hamburg zurückgekehrt bin. In den Jahren am Institut ist er mir ein wirklicher Mentor geworden, dem ich mich fachlich wie persönlich sehr eng verbunden fühle.

Des Weiteren bin ich Herrn Prof. Dr. *Heribert Hirte* für die äußerst rasche Erstellung des Zweitgutachtens dankbar. Inhaltlich habe ich hilfreiche Anregungen von Vielen erhalten, von denen stellvertretend mein langjähriger Zimmerkollege *Jörn Kowalewski* genannt sein soll, der mir den Weg zur Ökonomie eröffnet hat. Daneben habe ich sehr von den praktischen Erfahrungen während meiner Referendarstationen profitiert, in denen mir meine Ausbilder Einblicke in einen großen Kapitalmarktstrafprozess, die Kapitalmarktgesetzgebung des Bundesministeriums der Finanzen sowie die Kapitalmarktpraxis einer internationalen Großkanzlei vermittelt haben. Viele Freunde und Familienmitglieder haben Teile des Manuskripts Korrektur gelesen. Frau *Ingeborg Stahl* hat die Arbeit druckfertig formatiert. Ihnen allen bin ich sehr dankbar.

Zuletzt sei meinen Eltern von Herzen gedankt, die mich in jeder Phase meiner Ausbildung uneingeschränkt unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im August 2008

Alexander Hellgardt

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXXVII
Einleitung	1
§ 1 Untersuchungsgegenstand	2
A. Allgemeiner Teil	9
§ 2 Rechtsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts	9
§ 3 Grundstrukturen des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrechts	79
§ 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts	106
B. Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts	165
§ 5 Geschützte Rechtsgüter	165
§ 6 Deliktsrecht zum Anleger- und Funktionenschutz	199
§ 7 Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der Kapitalmarktteilnehmer	213
C. Besonderer Teil	237
§ 8 Deliktische Pflichten der Marktteilnehmer	237
§ 9 Anspruchsberechtigte	340
§ 10 Haftpflichtige	365
§ 11 Verschulden	451
§ 12 Schaden	492
§ 13 Kausalität	518
§ 14 Verjährung	533
§ 15 Prozessrechtliche Aspekte	539
D. Zusammenfassung und Ausblick	551
§ 16 Zusammenfassung der Kernaussagen	551
§ 17 Ausblick	560
Literaturverzeichnis	563
Sachverzeichnis	625

b)	Rechtsdogmatische Einordnung der Prospekthaftung in der Literatur	18
aa)	Vertragsrechtliche Einordnungsansätze	18
bb)	Deliktsrechtliche Einordnungsansätze.....	19
cc)	Vertrauenshaftungsrechtliche Einordnungsansätze.....	20
c)	Prospekthaftung als deliktischer Tatbestand.....	20
aa)	Entwicklung der herrschenden Meinung.....	21
bb)	Vereinheitlichungstendenzen	22
cc)	Probleme des Vertrauenshaftungskonzepts.....	23
dd)	Prospekthaftung als Spezialdeliktsrecht.....	25
ee)	Deliktsrechtliche Struktur der Prospekthaftung	26
2.	Sekundärmarkt: Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 37b, 37c WpHG)	27
a)	Entwicklung der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	28
aa)	Zusammenbruch des „Neuen Marktes“	28
bb)	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz	29
cc)	Anlegerschutzverbesserungsgesetz	31
dd)	Gescheitertes Kapitalmarktinformationshaftungs- gesetz	32
b)	Rechtsdogmatische Einordnung der Ad-hoc- Publizitätshaftung in der Literatur	32
c)	§§ 37b und 37c WpHG als deliktische Tatbestände	33
aa)	Vereinheitlichung der Haftungsbegründung am Primär- und Sekundärmarkt	33
bb)	Schwächen rechtsgeschäftlicher Begründungs- ansätze	34
cc)	§§ 37b, 37c WpHG als Spezialdeliktsrecht.....	35
3.	Übernahmerecht: Haftung für fehlerhafte Angebotsunter- lagen (§ 12 WpÜG) und Finanzierungsbestätigungen (§ 13 Abs. 2 WpÜG).....	36
a)	Hintergrund der übernahmerechtlichen Haftungs- tatbestände.....	37
b)	Rechtsdogmatische Einordnung der übernahme- rechtlichen Haftung in der Literatur.....	39
aa)	Einordnung von § 12 WpÜG.....	39
bb)	Einordnung von § 13 Abs. 2 WpÜG	40
c)	§§ 12 und 13 Abs. 2 WpÜG als deliktische Tatbestände	41
aa)	§ 12 WpÜG als spezialdeliktsrechtlicher Tatbestand.....	41
bb)	§ 13 Abs. 2 WpÜG als spezialdeliktsrechtlicher Tatbestand.....	42

II. Allgemeines Deliktsrecht	44
1. Haftung für die Verletzung absoluter Rechte (§ 823 Abs. 1 BGB)	44
2. Haftung für die Verletzung von Schutzgesetzen (§ 823 Abs. 2 BGB)	46
a) Schutzgesetzeigenschaft nach der Rechtsprechung des BGH	47
b) Schutzgesetzeigenschaft nach der Literatur	48
c) Schutzgesetze im Kapitalmarktrecht: Das WpHG als pars pro toto	49
aa) Bedeutung von § 15 Abs. 6 WpHG und § 4 Abs. 2 WpHG a.F.	49
bb) Ansätze für ein Gesamtkonzept	50
3. Kreditgefährdung (§ 824 BGB)	52
a) Kapitalmarkt als Anwendungsbereich für § 824 BGB	52
aa) Haftung der Anleiheemittenten nach § 824 BGB?	52
bb) § 824 BGB und Ratingagenturen	53
cc) Keine Ansprüche für Anleihegläubiger	55
dd) Rechtfertigung nach § 824 Abs. 2 BGB	55
b) § 824 BGB im System des (Kapitalmarkt-) Deliktsrechts	56
aa) Stellung des § 824 BGB in der Dogmatik des Deliktsrechts	56
bb) Kapitalmarktrechtspolitische Wertungen des § 824 BGB	58
4. Haftung für sittenwidrige Schädigung (§ 826 BGB)	58
a) § 826 BGB im Kapitalmarktrecht	58
aa) Sittenwidrigkeit im Falle fehlerhafter Kapitalmarktpublizität	59
bb) Subjektiver Tatbestand	62
cc) Ersatzfähiger Schaden	64
b) Probleme der kapitalmarktrechtlichen Anwendung von § 826 BGB	64
aa) Gesetzesverletzung als Grundlage der Sittenwidrigkeit	65
bb) Umfunktionierung des Vorsatzes zur groben Fahrlässigkeit	66
cc) Vermengung von § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB	67
dd) Verlust des Schutzzwecks der Norm als Haftungsbegrenzungskriterium	67
c) § 826 BGB in einem entwickelten Kapitalmarktdeliktsrecht	69

III. Anlegerschützendes Kapitalmarktstrafrecht.....	71
1. Betrugsdelikte	71
a) § 263 StGB.....	71
b) § 264a StGB.....	73
c) § 265b StGB.....	74
2. Insiderdelikte (§ 38 Abs. 1 WpHG).....	74
3. Marktmanipulation (§ 38 Abs. 2 WpHG).....	75
4. Verleitung zur Börsenspekulation (§§ 26, 49 BörsG)	77
5. Falsche Angaben bzw. unrichtige Darstellung (§ 331 HGB; § 400 AktG; § 17 PublG).....	77
 § 3 Grundstrukturen des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrechts	79
I. Primärmarktrechtliche Haftung.....	80
1. Haftung nach sec. 12 Securities Act.....	80
a) Tatbestand von sec. 12(a)(1) Securities Act	81
b) Tatbestand von sec. 12(a)(2) Securities Act	82
c) Gemeinsame Tatbestandsmerkmale und Rechtsfolgen.....	83
2. Haftung nach sec. 11 Securities Act.....	84
a) Tatbestand	84
b) Anspruchsberechtigte.....	84
c) Haftpflichtige	85
d) Subjektiver Tatbestand.....	85
e) Umfang der Ersatzpflicht und Kausalität.....	86
3. Weitere Anspruchsgrundlagen.....	86
a) Haftung nach sec. 17(a) Securities Act?	86
b) Haftung nach Rule 10b-5 am Primärmarkt	86
4. Zusammenfassung	87
II. Sekundärmarktrechtliche Haftung.....	88
1. Haftung für fehlerhafte Regelpublizität.....	89
a) Regelpublizität	89
b) Haftung nach sec. 18 Securities Exchange Act.....	90
c) Haftung nach Rule 10b-5	91
aa) Implied Remedy und Inhalt von Rule 10b-5	91
bb) Falschdarstellung bezüglich wesentlicher Umstände.....	92
cc) Subjektiver Tatbestand	92
dd) Anspruchsberechtigte und Haftpflichtige.....	93
ee) Haftungsbegründende Kausalität (fraud-on-the- market-theory)	94
ff) Umfang der Haftung.....	96
gg) Haftungsausfüllende Kausalität.....	97
2. Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität.....	98
a) Haftung für inhaltlich fehlerhafte Meldungen	98

b) Haftung für unterlassene Veröffentlichungen.....	98
3. Sonstige Haftung am Sekundärmarkt.....	100
a) Haftung nach Sec. 9(e) Securities Exchange Act.....	100
b) Haftung nach sec. 16(b) Securities Exchange Act/ sec. 306 Sarbanes-Oxley Act.....	100
4. Zusammenfassung.....	101
III. Übernahmerechtliche Haftung.....	101
1. Übernahmerechtliche Informationspflichten.....	102
2. Haftung für fehlerhafte Informationen bei Übernahmen.....	102
3. Zusammenfassung.....	104
IV. Zwischenergebnis.....	104
§ 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts.....	106
I. Marktteilnehmer am Kapitalmarkt und ihr Verhältnis zueinander.....	107
1. Unternehmen.....	107
2. Anleger.....	108
3. Derivative Finanzinstrumente.....	109
II. Struktur organisierter Kapitalmärkte.....	109
1. Primärmarkt.....	109
2. Sekundärmarkt.....	110
III. Ökonomische Grundlagen der Haftung am Primärmarkt.....	111
1. Funktion des Primärmarkts.....	111
2. Underpricing und Hot Issue Markets.....	113
3. Auswirkungen für die Unternehmensfinanzierung.....	115
a) Modigliani-Miller: Irrelevanz der Finanzierung für Unternehmenswert.....	115
b) Pecking-Order-Theorie: Eigenkapital als teure Finanzierung.....	115
c) Timing the Market.....	116
d) Folgerungen.....	117
IV. Ökonomische Grundlagen der Haftung am Sekundärmarkt.....	118
1. Funktionen des Sekundärmarkts.....	119
a) Liquiditätssicherung.....	119
b) Portfoliooptimierung.....	120
2. Portfoliotheorie und Marktgleichgewichtsmodelle.....	121
a) Portfoliotheorie: Risiko und Diversifikation.....	121
b) Capital Asset Pricing Model.....	122
c) Arbitrage Pricing Theory.....	123
3. Informationseffizienz: Efficient Capital Market Hypothesis.....	123
a) Theoretische Grundlagen.....	123
aa) Grade der Informationseffizienz.....	124

bb) Relative Informationseffizienz	124
cc) Informationseffizienz und irrationale Anleger	125
dd) Informationseffizienz und Liquidität.....	126
b) Empirische Überprüfungen	127
c) Schlussfolgerung	129
4. Behavioral Finance	130
a) Ausgangspunkt Marktanomalien	130
b) Verhaltenspsychologische Erklärungsansätze: Prospect Theory	131
c) Grenzen der Arbitrage.....	132
d) Einwände und Verwertbarkeit der Erkenntnisse.....	133
5. Bedeutung des Sekundärmarkts für die Emittenten.....	134
a) Rückwirkungen auf den Primärmarkt	135
b) Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen des Emittenten	135
c) Ineffiziente Kapitalmärkte und Investitionsverhalten der Emittenten	138
6. Schäden bei Falschinformation des Sekundärmarkts	140
a) Zusammenhang zwischen Fehlinformationen und Handeln der Anleger	140
b) Divergenz von Anlegerschäden und sozialen Schäden.....	140
c) Fehlender Schaden auch auf Ebene des einzelnen Anlegers?	141
d) Einwände: Schädlichkeit von Fehlinformation für Anleger und Markt	142
V. Kapitalmarkt und Unternehmenskontrolle	143
1. Separation of Ownership and Control	144
2. Corporate Governance	145
3. Shareholder Value als Maßstab der Unternehmensführung	147
a) Shareholder Value aus ökonomischer Sicht.....	147
b) Shareholder Value als Kontroll- und Anreizmechanismus	149
c) Probleme des Shareholder Value-Konzepts.....	150
4. Interne und externe Mittel zur Kontrolle der Unternehmensführung	151
a) Exit und Voice	151
b) Interne und externe Corporate Governance	152
c) Path Dependence und Konvergenz der Systeme.....	153
d) Verhältnis von externer und interner Corporate Governance	154
5. Unternehmenskontrolle am Primärmarkt.....	155
a) Erklärungsbedarf beim IPO	155
b) Erklärungsbedarf bei der Kapitalerhöhung.....	156

c)	Primärmarkt als Markt zur Allokation von Unternehmenskontrolle	157
6.	Unternehmenskontrolle am Sekundärmarkt	157
a)	Unternehmenskontrolle durch Marktreaktionen	157
b)	Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursbildung	159
c)	Börsenkurs als Zweckmäßigkeitsskontrolle	159
d)	Reaktionsmöglichkeiten der Anleger	160
e)	Unternehmenskontrolle bei ineffizienten Sekundärmärkten	160
7.	Markt für Unternehmenskontrolle	161
a)	Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle	161
b)	Handelnde Personen am Markt für Unternehmenskontrolle	162
c)	Einfluss von ineffizienten Sekundärmärkten auf den Übernahmemarkt	163
d)	Praktische Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle	163
VI.	Zwischenfazit	164
B.	Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts	165
§ 5	Geschützte Rechtsgüter	165
I.	Anlegerschutz	166
1.	Schutz des individuellen Anlegers	167
a)	Marktteilnahme als Anknüpfungspunkt des Kapitalmarktrechts	167
b)	Begriff des Anlegers	167
c)	Schutzbedürfnisse der Anleger	168
aa)	Professionelle Anleger	169
bb)	Privatanleger	169
(1)	Schutz im Verhältnis zu Intermediären	170
(2)	Schutz im Verhältnis zu Emittenten	171
cc)	Schlussfolgerungen	172
2.	Schutz des Publikums	172
a)	Begriff des Publikums	172
b)	Zivilrechtlicher Schutz des Publikums	173
c)	Publikumsschutz als Kernaufgabe des Kapitalmarktdeliktsrechts	174
d)	Kein kapitalmarktdeliktsrechtlicher Schutz von Anlageentscheidungen	176

3.	Vom Anleger- zum Funktionenschutz: Marktschutz durch Marktteilnehmerschutz	177
II.	Funktionenschutz.....	180
1.	Herkömmliche Dimensionen des Schutzes.....	181
a)	Institutionelle Effizienz.....	181
b)	Operationale Effizienz	182
c)	Allokative Effizienz	183
2.	Funktionenschutz und Marktanomalien	184
a)	Auswirkungen von Marktanomalien auf Funktionen des Kapitalmarkts.....	184
b)	Rechtliche Behandlung von Marktanomalien.....	185
3.	Corporate Governance als Funktionenschutz	186
a)	Funktionsfähigkeit des Marktes und der dort notierten Unternehmen	187
b)	Wechselwirkungen zwischen Kapitalmarktregulierung und Corporate Governance	188
c)	Folgerungen für das Kapitalmarktdeliktsrecht.....	189
III.	Schutzkonzept des Übernahmerechts	190
1.	Mögliche Schutzgüter	190
2.	Schutz eines „substituierten Preisbildungsprozesses“	191
a)	Übernahmeprämie als Teilhabe am vom Bieter generierten Mehrwert.....	191
b)	Übernahmeprozess als Aushandeln der Höhe der Übernahmeprämie	192
aa)	Grund und Ziel der besonderen übernahmerechtlichen Regulierung.....	192
bb)	Lösungsansätze des Übernahmerechts	193
3.	Fazit: Anleger- und Funktionenschutz im Übernahmerecht.....	194
IV.	Verhältnis von Anleger- und Funktionenschutz.....	194
1.	Zielkonflikte im Anlegerschutz	195
a)	Aktuelle und potentielle Anleger	195
b)	Eigenkapitalgeber und Fremdkapitalgeber	196
c)	Schlussfolgerung	197
2.	Anleger- vs. Funktionenschutz?	197
§ 6	Deliktsrecht zum Anleger- und Funktionenschutz.....	199
I.	Rechtfertigung zwingenden Haftungsrechts	199
1.	Ineffizienz deliktischer Haftung?.....	199
2.	Ökonomische Vorteilhaftigkeit einer zwingenden Regulierung.....	200
a)	Rechtfertigung zwingender Publizitäts- und Verhaltenspflichten	200

b) Rechtfertigung einer deliktischen Haftung	202
3. Schlussfolgerungen	203
II. Kapitalmarkthaftung als Haftung für reine Vermögensschäden	204
1. Numerus clausus der deliktsrechtlich geschützten Rechte?	204
a) Verabsolutierung der Grundentscheidung gegen umfassenden Vermögensschutz	204
b) Einwände gegen den Ausschluss von Vermögensschäden aus dem Deliktsrecht	205
c) Zwischenfazit	206
2. Haftungsbegrenzung und Haftungsvorhersehbarkeit als Rechtfertigung eingeschränkten deliktsrechtlichen Schutzes	207
3. Haftung für reine Vermögensschäden aus ökonomischer Sicht	208
4. Einordnung des Kapitalmarktdeliktsrechts in das Gefüge der deliktischen Haftung für reine Vermögensschäden	210
a) Unstreitige Ausgangspunkte	210
b) Sonderrechtsspezifische Bestimmung des Haftungsumfanges	210
§ 7 Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der Kapitalmarktteilnehmer	213
I. Konzept gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse	213
1. Rechtsdogmatische Konzeptionen	214
a) Theorie der Vertrauenshaftung (Canaris)	214
b) Gesetzliches Schuldverhältnis auf Anlegerschutz (Hopt)	214
c) Sonderverbindung kraft Leistung (Picker)	215
d) Unternehmerische Außenhaftung (Hirte)	215
2. Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse im positiven Recht	216
a) Culpa in Contrahendo	216
b) Geschäftsführung ohne Auftrag	217
c) Eigentümer-Besitzer-Verhältnis	218
3. Kriterien für die Entstehung gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse	218
a) Bedürfnis für eine Sonderregelung	219
b) Tatsächliches Näheverhältnis	219
II. Herleitung und Struktur des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses	220
1. Bedürfnis für ein kapitalmarktrechtliches Sonderrechtsverhältnis	220
2. Regelungskonzeption	221

a)	Funktional gleichwertiger Schutz vor Pflichtverletzungen	221
b)	Gewährleistung einer Zweckmäßigkeitkontrolle unternehmerischer Entscheidungen durch den Markt.....	223
3.	Rechtliche Ausgestaltung	224
a)	Kein generelles haftungsrechtliches Marktmanipulationsverbot.....	225
b)	Grundsatz: Haftung für die Verletzung gesetzlicher Pflichten	226
c)	Europarechtliche Rückbindung.....	226
4.	Struktur des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechts- verhältnisses als Haftung für die Verletzung von gesetzlich präformierten Näheverhältnissen.....	228
a)	Gleichlauf von wirtschaftlichen und juristischen Näheverhältnissen	228
b)	Kompensation verringerter Einflussmöglichkeiten.....	229
5.	Inhalt und Umfang des Sonderrechtsverhältnisses	230
a)	Erfassung sämtlicher Kapitalmarktfinanzierungsvarianten.....	230
b)	Abstufungen des Schutzniveaus.....	232
c)	Kein kapitalmarktdeliktsrechtlicher Schutz beim Delisting	235
III.	Schutzgesetzzeigenschaft im Rahmen des Kapitalmarkt- deliktsrechts.....	235
C.	Besonderer Teil.....	237
§ 8	Deliktische Pflichten der Marktteilnehmer	237
I.	Standardisierte Informationspflichten	237
1.	Informationspflichten des Emittenten am Primärmarkt.....	238
a)	Prospektpflicht	239
aa)	Prospektpflichten und ihre haftungsrechtliche Relevanz	239
(1)	Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts	239
(2)	Prospektpflichtbefreiende Dokumente	240
(3)	Pflicht zur Prospektaktualisierung.....	241
(4)	Endgültige Bedingungen des Angebots.....	244
bb)	Fehlerhaftigkeit einer Prospektveröffentlichung.....	245
b)	Pflicht zur Ad-hoc-Publizität am Primärmarkt	247
2.	Sekundärmarktrechtliche Publizitätspflichten des Emittenten.....	248
a)	Regelpublizität	248

aa)	Überblick über die kapitalmarktrechtliche Regelpublizität.....	248
bb)	Haftungsrechtliche Relevanz der Regelpublizität	251
cc)	Fehlerhaftigkeit der Regelpublizität	253
	(1) Keine Haftung für unterlassene Veröffentlichungen	253
	(2) Haftung für falsche oder unvollständige Veröffentlichungen	254
	(3) Pflicht zur Aktualisierung der Entsprechenserklärung.....	254
b)	Ad-hoc-Publizität.....	255
aa)	Allgemeine und spezielle Ad-hoc- Publizitätspflichten.....	255
bb)	Haftungsrechtliche Relevanz der Ad-hoc- Publizität.....	257
cc)	Haftung für unterlassene oder verspätete Ad-hoc- Publizität.....	258
	(1) Haftungsrechtliche Bestimmung des Veröffentlichungszeitpunkts.....	258
	(2) Vorliegen eines (zukünftigen) Umstands	259
	(3) Kursbeeinflussungseignung und tatsächliche Kursbeeinflussung	261
	(4) Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht.....	262
	(5) Ad-hoc-Publizitätspflicht bei krasser Überbewertung der Aktie.....	263
dd)	Haftung für inhaltlich falsche Ad-hoc- Mitteilungen	265
c)	Beteiligungspublizität	266
aa)	Überblick über die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität.....	266
bb)	Haftungsrechtliche Relevanz der Beteiligungspublizität.....	267
cc)	Fehlerhaftigkeit der Beteiligungspublizität	268
3.	Übernahmerechtliche Publizitätspflichten.....	268
a)	Angebotsunterlage	269
aa)	Inhalt und Funktion der Angebotsunterlage.....	269
bb)	Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen.....	272
	(1) Barangebote	272
	(2) Tauschangebote	272
	(3) Falschangaben über die Absichten des Bieters.....	273
b)	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	273
aa)	Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht.....	273

(1) Verhältnis zur allgemeinen Ad-hoc-Publizität.....	274
(2) Kein Kursrelevanzanfordernis.....	275
bb) Haftungsrechtliche Relevanz.....	276
c) Veröffentlichungen über den Stand der Annahmeerklärungen.....	277
aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht.....	277
bb) Haftungsrechtliche Relevanz.....	278
d) Veröffentlichung von Neben- und Nacherwerben.....	279
e) Pflicht zur Aktualisierung der Angebotsunterlage.....	280
f) Informationspflichten der Zielgesellschaft.....	281
aa) Inhalt und Funktion der Stellungnahme nach § 27 WpÜG.....	281
(1) Ausrichtung am Informationsbedürfnis der Aktionäre.....	282
(2) Stellungnahme zu Art und Höhe der Gegenleistung.....	283
(3) Sonstige Informationspflichten.....	284
(4) Erleichterungen bei einfachen Erwerbsangeboten.....	284
bb) Haftungsrechtliche Relevanz der Stellungnahme.....	285
cc) Fehlerhaftigkeit der Stellungnahme.....	286
4. Informationspflichten der Organmitglieder.....	287
a) Directors' Dealings.....	288
aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht.....	288
bb) Haftungsrechtliche Relevanz.....	290
cc) Fehlerhaftigkeit der Veröffentlichung.....	291
dd) Gewinnabschöpfung?.....	291
b) Annahmeabsicht im Übernahmerecht.....	292
5. Informationspflichten der Anleger.....	292
a) Ausgestaltung der Meldepflichten der Anleger.....	293
b) Haftungsrechtliche Relevanz.....	295
6. Informationspflichten der Marktintermediäre.....	295
a) Einbeziehung von Intermediären in die Kapitalmarkthaftung.....	295
aa) Differenzierung zwischen Markt- und Anlegerintermediären.....	295
bb) Marktintermediäre als Gatekeepers.....	296
b) Emissionsbegleiter.....	298
aa) Prospekthaftung der Emissionsbank.....	298
bb) Erstellung von Comfort Letters durch Wirtschaftsprüfer.....	298
c) Abschlussprüfer.....	300

aa)	Kapitalmarktrechtliche Funktion des Bestätigungsvermerks.....	300
bb)	Prospekthaftung des Abschlussprüfers.....	300
cc)	Sekundärmarkthaftung des Abschlussprüfers	303
dd)	Sorgfaltspflichten des Abschlussprüfers	305
d)	Finanzanalysten.....	305
aa)	Begriff und Erscheinungsformen der Finanzanalyse	305
bb)	Besondere Pflichten der Sell-Side Analysten.....	306
cc)	Haftungsrechtliche Relevanz der Finanzanalyse.....	307
dd)	Fehlerhafte Finanzanalyse: Haftung für Prognosen und Werturteile.....	309
e)	Ratingagenturen	310
aa)	Begriff und Bedeutung des Ratings.....	310
bb)	Haftungsrechtliche Relevanz.....	311
(1)	Fehlende gesetzliche Regulierung	311
(2)	Differenzierung zwischen solicited und unsolicited Ratings.....	312
f)	Finanzierungsbestätigung im Übernahmerecht.....	313
7.	Haftung für freiwillig erteilte standardisierte Informationen	314
a)	Haftungsrechtliche Privilegierung freiwilliger Informationen?	314
b)	Keine grundsätzliche Privilegierung.....	314
c)	Gleichlauf mit den gesetzlichen Publizitätspflichten.....	315
II.	Individuelle Informations- und Beratungspflichten	316
1.	Aufgabe und Funktion der Anlegerintermediäre.....	316
2.	Abgrenzung zur deliktischen Haftung für die Verletzung von Informations- und Beratungspflichten.....	317
III.	Pflichten aus Insiderstellung	317
1.	Tatbestand und rechtliche Folgen der Insiderstellung.....	318
a)	Insiderpapiere.....	318
b)	Insiderinformation.....	319
c)	Verbote des § 14 Abs. 1 WpHG	319
aa)	Inhalt und Regelungszweck.....	319
bb)	Ausgestaltung und Ausnahmen	320
d)	Unternehmensinsider	321
2.	Schädigungen durch Insiderhandel.....	323
a)	Ausgangspunkt: Volkswirtschaftliche Schädlichkeit des Insiderhandels.....	323
b)	These von der fehlenden Schadenskausalität des Insiderhandels	323

c)	Konkretisierung der durch Insiderhandel verursachten Schäden	324
aa)	Kursauswirkungen des Insiderhandels	324
bb)	Gesamtwirtschaftliche Nachteile des Insiderhandels	325
d)	Fazit	326
3.	Folgerungen für die kapitalmarktdeliktsrechtliche Haftung	326
4.	Zivilrechtliche Erfassung von Insiderrechtsverstößen	327
a)	Gewinnhaftung von Insidern	327
b)	Persönliche Informationspflichthaftung bei Insiderhandel	328
IV.	Kapitalmarktbezogene Handlungs- und Unterlassungspflichten	328
1.	Verbotene Geschäfte (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG)	328
a)	Ausgestaltung des Tatbestands und Ausnahmen	328
b)	Haftungsrechtliche Relevanz	330
2.	Verbot von Täuschungshandlungen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG)	331
a)	Ausgestaltung des Tatbestands	331
b)	Haftungsrechtliche Relevanz	332
3.	Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots	332
a)	Tatbestand des Pflichtangebots	332
b)	Zivilrechtliche Relevanz einer Verletzung der Angebotspflicht	333
c)	Recht auf Erhalt eines Angebots als negatorischer Anspruch	335
4.	Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten	335
a)	Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft	335
b)	Haftungsrechtliche Relevanz	337
5.	Allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungspflicht?	338
§ 9	Anspruchsberechtigte	340
I.	Handel mit Finanzinstrumenten als Anknüpfungspunkt	340
1.	Anspruchsberechtigung bei der spezialgesetzlichen Haftung	340
a)	Transaktionserfordernis als Anspruchsvoraussetzung	340
b)	Kritik am Transaktionserfordernis	341
c)	Funktion des Transaktionserfordernisses	342
aa)	Zusammenhang mit dem Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung	342

bb) Transaktionserfordernis bei Schutz der Willensfreiheit	343
cc) Transaktionserfordernis im Übernahmerecht	344
2. Anspruchsberechtigung im allgemeinen Deliktsrecht	345
a) Primärmarkthaftung	345
b) Sekundärmarkthaftung	346
c) Übernahmerechtliche Haftung	347
aa) Haftung des Bieters	347
bb) Haftung der Verwaltung der Zielgesellschaft	347
3. Transaktionserfordernis als Baustein des Kapitalmarktdeliktsrechts	349
II. Zeitliche Begrenzung der anspruchsberechtigenden Transaktionen	349
1. Beginn der Anspruchsberechtigung	349
a) Primärmarkthaftung	349
b) Sekundärmarkthaftung	351
aa) Haftung für unterlassene Ad-hoc-Publizität	351
bb) Haftung für inhaltlich fehlerhafte Sekundärmarktpublizität	352
c) Übernahmerechtliche Haftung	352
2. Ende der Anspruchsberechtigung	353
a) Primärmarkthaftung	353
aa) Haftung für Wertpapierprospekte	354
bb) Haftung für Vermögensanlagenverkaufsprospekte	355
cc) Fazit	356
b) Sekundärmarkthaftung	356
c) Übernahmerechtliche Haftung	358
III. Aktivlegitimation in Sonderkonstellationen	359
1. Aktivlegitimation bei Weiterveräußerung des Finanzinstruments	359
a) Primärmarkthaftung	359
b) Sekundärmarkthaftung	360
2. Haftung für nicht unterscheidbare Gattungsstücke	362
3. Aktivlegitimation bei Handel mit derivativen Finanzinstrumenten	363
§ 10 Haftpflichtige	365
I. Ökonomische Grundlagen	365
1. Funktionen der Haftung	365
2. Rolle der Kapitalmarkthaftung für Schadensprävention und -allokation	366
a) Schadensallokation	367
aa) Haftung oder Selbstversicherung	367

bb) Haftung des Organwalters oder des Emittenten	368
(1) Grundsatz	368
(2) Bei drohender Insolvenz des Emittenten	369
b) Schadensprävention	370
c) Schlussfolgerungen und weiteres Vorgehen	371
3. Optimale Anreize für Unternehmensleiter am Primärmarkt	371
a) Ausgangspunkt: Informationsasymmetrien am Primärmarkt	371
aa) Motive für die Kapitalaufnahme	372
bb) Unternehmensfinanzierung als Prinzipal-Agent- Konflikt.....	373
cc) Opportunismus und informationsbedingtes Marktversagen	373
dd) Strategien zur Verhinderung informationsbedingten Marktversagens	374
b) Persönliche Haftung als Signaling bei Informationsasymmetrien	375
aa) Zusammenhang von Kapitalaufnahme und Unternehmenskontrolle	376
bb) Interessenkonflikte des Organwalters bei der Kapitalaufnahme.....	376
(1) Verdeckung von Missmanagement.....	377
(2) Eigene Beteiligungsinteressen	377
cc) Zwischenfazit	378
c) Gefahr der Überabschreckung durch Primärmarkt- haftung	379
aa) Führt Haftung zu einem unteroptimalen Veröffentlichungsniveau?.....	379
bb) Unteroptimales Veröffentlichungsniveau bei Rechtsunsicherheit? Analyse der Rechtsprechung zur Börsenprospekthaftung.....	380
d) Überabschreckung risikoaverser Manager bei persönlicher Haftung?	382
4. Optimale Anreize für Unternehmensleiter am Sekundärmarkt	383
a) Ökonomisch relevante Schäden	384
aa) Übermäßige Abschreckung aufgrund geringer sozialer Schäden?	384
bb) Ungenauigkeit in der Messung der sozialen Schäden.....	385
b) Anreize zur Fehlinformation des Sekundärmarktes im Allgemeinen	386

aa)	Häufige Gründe für Fehlinformationen.....	386
bb)	Das Zusammenspiel von Kapitalmarktinformation, sonstiger Unternehmenskommunikation und der Unternehmensorganisation	387
c)	Persönliche Haftung zur Abschreckung von Fehlinformationen.....	388
aa)	“Last-period“-Problem	388
bb)	Fehlinformationen zur Selbstbereicherung.....	389
d)	Anreize zur Fehlinformation bei Kapitalmarktineffizienzen.....	390
aa)	Erwartungshaltungen aufgrund überhöhter Börsenkurse	390
bb)	Anreize der Organwalter bei fehlgeleiteten Erwartungen der Anleger	390
e)	Überabschreckung durch persönliche Haftung am Sekundärmarkt?	391
aa)	Unerwünschte Effekte einer persönlichen Kapitalmarkthaftung.....	391
bb)	Lösungsmöglichkeiten und Bewertung	392
5.	D&O-Versicherung.....	393
6.	Zwischenergebnis	394
II.	Emittentenhaftung	395
1.	Emittentenhaftung im allgemeinen Delikts- und Gesellschaftsrecht	395
a)	Deliktsrechtliche Analyse der Emittentenhaftung	395
aa)	Regelungszweck von § 31 BGB.....	395
bb)	Ausweitung des § 31 BGB zur Schließung der Lücken des § 831 BGB.....	396
cc)	Deliktische Haftung für unternehmensbezogene Pflichten.....	397
b)	Gesellschaftsrechtliche Analyse der Emittentenhaftung.....	398
aa)	Emittentenhaftung und Gesellschafterschutz	398
(1)	Die Situation des geschädigten Anlegergesellschafters	399
(2)	Die Situation der übrigen Gesellschafter	399
(3)	Sonderfall Publikumpersonengesellschaft	400
bb)	Emittentenhaftung und Gläubigerschutz	401
(1)	Vereinbarkeit mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG	401
(2)	Unvereinbarkeit mit dem Verbot des Erwerbs eigener Aktien.....	405

(3) Sonderfall Publikumpersonengesellschaft	406
(4) Emittentenhaftung und Insolvenz	407
2. Emittentenhaftung im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis	409
a) Funktion der Emittentenhaftung für die Verhaltenssteuerung	409
b) Funktion der Emittentenhaftung für die Schadensallokation	411
III. Organhaftung	411
1. Organaußenhaftung im allgemeinen Deliktsrecht	412
a) Deliktsrechtliche Analyse	412
aa) Grundkonstellationen deliktischer Organaußenhaftung	412
bb) Außenhaftung bei Verletzung von Organisations- und Kontrollpflichten	413
cc) Organaußenhaftung bei Verletzung unternehmensbezogener Pflichten	414
dd) Organaußenhaftung als Gehilfenhaftung?	415
b) Gesellschaftsrechtliche Analyse	417
aa) Binnen- und Außenpflichten des Organwalters	417
bb) Folgerungen für die deliktsrechtliche Außenhaftung	420
(1) Grundsatz: nur Außenpflichten begründen Außenhaftung	420
(2) Ausnahme: Erstreckung von Binnenpflichten ins Außenverhältnis	421
2. Organhaftung im Rahmen spezialgesetzlicher Anspruchsgrundlagen	422
a) Prospekthaftung der Organmitglieder	422
aa) Börsengesetzliche Prospekthaftung	422
(1) Entstehungsgeschichtlicher Hintergrund	422
(2) Meinungsstand zur Prospekthaftung der Organwalter	423
(3) Persönliche Haftung aufgrund von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG	424
(4) Persönliche Haftung aufgrund von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG	427
bb) Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung	427
cc) Investmentrechtliche Prospekthaftung	429
b) Haftung der Organmitglieder nach §§ 37b, 37c WpHG	429
c) Übernahmerechtliche Haftung der Organmitglieder	429
d) Reformbestrebungen	431

3. Organpflichten im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis.....	432
a) Grundsatz	432
b) Kumulative Haftung mit dem Emittenten.....	434
c) Beeinträchtigung marktbasierter Corporate Governance-Mechanismen.....	435
d) Verletzung einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht	436
aa) Unternehmerisches Ermessen und Rechenschaftspflichten.....	436
bb) Übertragbarkeit gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten.....	437
cc) Ansatzpunkt Überwachungsfunktion öffentlicher Kapitalmärkte	439
dd) Fallgruppen der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Treuepflichten	440
e) Grenzen der Organaußenhaftung	441
aa) Möglichkeit der tatsächlichen Verhaltenssteuerung	441
bb) Besonderheiten bei Geschäftsverteilung	441
IV. Haftung Dritter	442
1. Haftung von Investoren, insbesondere des Bieters im Übernahmerecht.....	442
2. Haftung der Marktintermediäre	443
3. Haftung sonstiger Dritter	444
V. Verhältnis mehrerer Haftpflichtiger	445
1. Grundsatz der gesamtschuldnerischen Haftung.....	445
2. Rechtslage bei Insolvenz des Emittenten und der Organwalter	446
a) Ausgangspunkt: Ein geschädigter Anleger	447
aa) Ein insolventer Schuldner.....	447
bb) Mehrere insolvente Schuldner.....	447
b) Rechtslage bei einer Vielzahl anspruchsberechtigter Anleger.....	448
aa) Problemfall Doppelinsolvenz.....	448
bb) Anspruch auf Ausgleich der Quotenminderung?	449
c) Rechtslage bei Einführung eines Nachrangs der Aktionärsansprüche.....	450
§ 11 Verschulden	451
I. Allgemeines Deliktsrecht und gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse.....	451
1. Grundsatz der Vorsatzhaftung für reine Vermögensschäden?	451

a) Vorsatzdogma	451
b) Kritik	452
aa) Berechtigung für generalklauselartige Tatbestände	452
bb) Grundsatz der allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung im Deliktsrecht	452
c) Wege der Haftungsbegrenzung jenseits des Vorsatzdogmas	453
2. Verschuldensmaßstab bei gesetzlich begründeten Sonderbeziehungen	454
a) Culpa in Contrahendo	454
b) Geschäftsführung ohne Auftrag	455
c) Eigentümer-Besitzer-Verhältnis	456
d) Schlussfolgerungen	456
II. Ökonomische Bestimmung des optimalen Verschuldensmaßstabs	457
III. Kapitalmarktrechtliche Besonderheiten	458
1. Meinungsstand	458
2. Verschulden bei den spezialgesetzlichen Kapitalmarktdelikten	459
3. Anonyme Struktur der Kapitalmärkte	460
4. Grundsatz der Haftung für grobe Fahrlässigkeit	460
a) Verhältnis der Spezialdelikte zur allgemeinen Haftung	460
b) Vergleich mit dem Ordnungswidrigkeitenrecht	461
c) Besonderheiten der Kapitalmarkthaftung	462
d) Anreizstruktur bei grober im Vergleich zu einfacher Fahrlässigkeit	462
e) Situationsspezifische Abweichungen?	464
aa) Keine Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärmärkten	464
bb) Keine Unterscheidung zwischen Regel- und Anlasspublizität	466
cc) Keine grundsätzliche Privilegierung mündlicher Äußerungen	468
dd) Differenzierung zwischen Informationspflichtverletzungen und sonstigen marktmanipulierenden Handlungen	469
ee) Verschuldensunabhängige Haftung bei fehlendem Prospekt	470
5. Sorgfaltspflichten des Emittenten und der Organe als Ausfluss des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechts- verhältnisses	472
a) Herleitung der Sorgfaltspflichten	472
b) Differenzierung zwischen Emittent und Organen	473

c)	Sorgfaltspflichten des Emittenten	473
aa)	Steuerungseffekte durch Emittentenhaftung	473
bb)	Originäre Sorgfaltspflichten des Emittenten	474
cc)	Kreis der haftungsrelevanten Personen	475
d)	Sorgfaltspflichten der Organmitglieder.....	475
IV.	Exemplarische Fallgruppen der Sorgfaltspflichten	476
1.	Verhinderung des pflichtwidrigen Unterlassens einer Ad-hoc-Mitteilung: Kapitalmarktbezogene Compliance- Organisation.....	476
a)	Eignung der Ad-hoc-Publizität zur exemplarischen Darstellung kapitalmarktrechtlicher Compliance- Anforderungen	477
b)	Pflicht zur Errichtung einer Compliance-Organisation.....	477
c)	Inhaltliche Anforderungen an kapitalmarktrechtliche Compliance	479
d)	Folgerungen für den Entlastungsbeweis	480
aa)	Compliance-Organisation als Voraussetzung einer Entlastung	480
bb)	Pflichtverletzungen bei bestehender Compliance- Organisation	480
cc)	Entlastung bei Vorliegen eines Befreiungstatbestands.....	481
2.	Pflichten bei außerordentlicher Überbewertung der eigenen Aktien	481
a)	Pflicht zur Überprüfung der Angemessenheit des Börsenkurses	482
b)	Pflicht zur Veröffentlichung einer erheblichen Bewertungsdifferenz	483
3.	Sorgfaltspflichten bei mündlichen Äußerungen	483
a)	Äußerungen auf der Hauptversammlung	484
b)	Sonstige mündliche Äußerungen	485
4.	Sorgfaltspflichten der Emissionsbegleiter	486
a)	Wissenszurechnung bei der Wertpapieremission	486
b)	Pflicht zur Überprüfung der zur Verfügung gestellten Informationen	488
5.	Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten: Pflicht zur Einholung von Fairness Opinions?	489
a)	Begriff und Inhalt der Fairness Opinion	489
b)	Stand der Diskussion.....	490
c)	Entlastungsfunktion der Fairness Opinion	491

§ 12 Schaden	492
I. Zusammenhang zwischen geschütztem Rechtsgut und Schadensumfang	492
1. Grundsatz der Naturalrestitution	492
2. Bezugspunkt des negativen Interesses	493
a) Grundsatz: Schutz der Integrität des Preisbildungsmechanismus	493
b) Ausnahme bei § 826 BGB?	494
3. Geschütztes Interesse im Übernahmerecht	496
a) Schutz des substituierten Preisbildungsprozesses	496
b) Bezugspunkt Übernahmeprämie	497
II. Begrenzung des Schadensumfangs?	498
1. Volkswirtschaftliche Schäden vs. Individualschäden	498
2. Haftungs-Caps bei Haftung aus Gründen der Verhaltenssteuerung	498
a) Rechtspolitische Notwendigkeit eines Haftungs-Caps	498
b) Verteilungsverfahren zur Durchführung der Haftungsbeschränkung	500
c) Kein Haftungs-Cap de lege lata	500
III. Einzelheiten der Schadensberechnung	501
1. Primärmarkt	501
a) Differenzschaden als Grundmodell	501
b) Rückabwicklung bei fehlendem funktionierendem Sekundärmarkt	502
c) Schadensberechnung bei der Prospekthaftung	503
d) Sonstige Fehlinformationen am Primärmarkt	504
2. Sekundärmarkt	504
a) Ausgangspunkt §§ 37b, 37c WpHG	504
b) Berechnung der Kursdifferenz	505
aa) Kursdifferenz auf informationseffizienten Sekundärmärkten	505
bb) Kursdifferenz auf sonstigen Umlaufmärkten	507
c) Schadensberechnung bei Marktanomalien	508
aa) Problemstellung	509
bb) Ausnahmsweise Rückabwicklung	510
3. Übernahmerecht	510
a) Faktoren für die Höhe der Übernahmeprämie	510
b) Art der Schädigung im Übernahmerecht	511
c) Spieltheoretische Grundlegung der Schadensberechnung	511
d) Mögliche Einwände	513
e) Funktionsweise des Preisbildungsprozesses in der Übernahmesituation	514

f) Einzelheiten der Schadensberechnung im Übernahmerecht	515
aa) Theoretische Bestimmung des relevanten Schadens	515
bb) Berechnung des Schadens	516
g) Besonderheiten bei Tauschangeboten	517
h) Schadensberechnung bei pflichtwidriger Angebotsvereitelung	517
§ 13 Kausalität	518
I. Haftungsbegründende Kausalität	519
1. Abhängigkeit der Kausalität vom geschützten Rechtsgut	519
a) Schadensrechtliche Grundlagen	519
b) Beeinträchtigung der Willensfreiheit oder des Preisbildungsprozesses	519
2. Haftungsbegründende Kausalität in normalen Marktphasen	521
a) Preisbildung am Sekundärmarkt	521
b) Preisbildung am Primärmarkt	522
c) Preisbildung im Übernahmerecht	523
3. Haftungsbegründende Kausalität in Sondersituationen	523
a) Vertrieb von Anlagen ohne funktionsfähigen Sekundärmarkt	524
aa) Anlagestimmung	524
bb) Kausalität bei der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung	525
b) Fehlinformationen bei Marktanomalien	526
aa) Problemstellung	526
bb) Kapitalmarktinformationen und irrationale Überbewertungen	527
cc) Anlagestimmung am Sekundärmarkt nach der BGH-Rechtsprechung	527
dd) “Hot Markets” als Ausdruck einer Anlagestimmung	528
ee) Abgrenzung zur unterlassenen Warnung bei krasser Überbewertung	529
II. Haftungsausfüllende Kausalität und Mitverschulden	529
1. Haftungsausfüllende Kausalität	529
a) Erfordernis eines Kursverlusts	530
b) Anderweitige Kursverluste und Entfallen der Kursrelevanz	530
2. Mitverschulden	531

a) Schadensbegründendes Mitverschulden	531
b) Schadensminderungspflicht	532
§ 14 Verjährung	533
I. Grundlagen	533
II. Besonderheiten der Kapitalmarkthaftung	534
1. Spezialgesetzliche Verjährungsregeln	534
a) Kurze absolute Verjährungsfristen	534
b) Gründe für eine Sonderregelung im Kapitalmarktdeliktsrecht	535
c) Kapitalschutz bei Emittentenhaftung	536
2. Einheitliches Verjährungsregime im Kapitalmarktdeliktsrecht	537
§ 15 Prozessrechtliche Aspekte	539
I. Beweisfragen	539
1. Beweisregeln im allgemeinen Deliktsrecht	539
2. Beweisregeln im Kapitalmarktdeliktsrecht	540
a) Pflichtverletzung	540
b) Verschulden	540
c) Schaden und Kausalität	541
aa) Beweisregeln in normalen Marktphasen	541
bb) Beweisregeln in Sondersituationen	544
(1) Vertrieb von Anlagen ohne funktionsfähigen Sekundärmarkt	544
(2) Fehlinformationen bei Marktanomalien	545
II. Geltendmachung der Rechte	546
1. Ursachen und Folgen mangelnder Durchsetzung der Anlegeransprüche	546
2. Abhilfe durch besondere Verfahrensarten	548
D. Zusammenfassung und Ausblick	551
§ 16 Zusammenfassung der Kernaussagen	551
I. Allgemeiner Teil	551
1. Rechtsgrundlagen	551
2. US-amerikanisches Kapitalmarktdeliktsrecht	552
3. Ökonomische Grundlagen	552
II. Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts	553
1. Geschützte Rechtsgüter	553
2. Anleger- und Funktionenschutz durch Deliktsrecht	553

3. Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis des Kapitalmarkts.....	554
III. Besonderer Teil	555
1. Kapitalmarktdeliktsrechtliche Pflichten	555
2. Anspruchsberechtigung	556
3. Haftpflichtige	556
4. Verschuldensanforderungen	557
5. Schadensberechnung.....	557
6. Kausalität	558
7. Verjährung	558
8. Prozessrecht der Kapitalmarktdelikte	558
§ 17 Ausblick	560
Literaturverzeichnis	563
Sachverzeichnis	625

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)
Abs.	Absatz (Absätze)
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.E.	am Ende
AER	The American Economic Review
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein(e/en/er)
a.M.	andere Meinung/am Main
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anleger-schutzverbesserungsgesetz)
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AuslInvestG/AuslInvestmG	Auslandsinvestment-Gesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, früher BAWe
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeiter/Bearbeitung
Begr.	Begründer/Begründung
Bell J. Econ.	The Bell Journal of Economics
Berkeley Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal
Berl. J. Soziol.	Berliner Journal für Soziologie
Beschl.	Beschluss
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofes in Zivil-sachen
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechts-modernisierungsgesetz)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsenO	Börsenordnung

BörsG(-E)	(Entwurf zum) Börsengesetz
BörsZulV/BörsZulVO	Börsenzulassungs-Verordnung
BR-Drucks.	Drucksachen des Bundesrats
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
Bus. Law.	The Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BYU L. Rev.	Brigham Young University Law Review
bzw.	beziehungsweise
Cal. L. Rev.	California Law Review
CAPM	capital asset pricing model
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CEO	chief executive officer
cert.	certiorari
CFA	Chartered Financial Analyst
CFO	Chief Financial Officer
ch.	chapter(s)
cic	culpa in contrahendo
Cir.	Circuit
C.L.J.	Cambridge Law Journal
Co.	Company/Companion
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
D.C.	District of Columbia
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe(n)
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DM	Deutsche Mark
D. Minn.	United States District Court, District of Minnesota
D&O	Directors and Officers
Dock	Docket
DRS	Deutsche Rechnungslegungs Standards
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
...-E	Entwurf
ebd.	ebenda
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
EC	European Community
ECB	The European Central Bank
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis

Econ J.	The Economic Journal
Ed./ed./eds.	Edition/Editor(s)
E.D.N.Y.	United States District Court, Eastern District of New York
E.D. Pa.	United States District Court, Eastern District of Pennsylvania
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EGHGB	Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch
ERIC	Earnings less Risk Free Interest Charge
et al.	et alii
etc.	et cetera
et seq.	et sequens/et sequentia
EU	Europäische Union/European Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
Europ. Econ. Rev.	European Economic Review
Europ. Fin. Manage.	European Financial Management
Europ. J. L. & Econ.	European Journal of Law and Economics
Europ. Manage. Rev.	European Management Review
e.V.	eingetragener Verein
EVA	Economic Value Added
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
f./ff.	folgende
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanz-Betrieb
FG	Freundesgabe
Fin. Anal. J.	Financial Analysts Journal
Fin. Manage.	Financial Management
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn/FN	Fußnote(n)
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
FR	Federal Register
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FSAP	Financial Services Action Plan (EU)
F. Supp.	Federal Supplement
F. Supp.2d	Federal Supplement, Second Series
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
...G	...gesetz
GAAP	General Accepted Accounting Principles
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
Geo. Wash. L. Rev.	The George Washington Law Review
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht (Österreich)
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbHRundschau

grds.	grundsätzlich
Großkomm.	Großkommentar
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Habil.	Habilitationsschrift
Harv. J. L. & Tech.	Harvard Journal of Law & Technology
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HAVE	Haftung und Versicherung (Österreich)
h.c.	honoris causa
Hdb.	Handbuch
HGB(-E)	(Entwurf zum) Handelsgesetzbuch
HK	Kammer für Handelssachen
h.M.	Herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
HWF	Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens
IAS	International Accounting Standards
ibid.	ibidem
i.d.F.	in der Fassung
i.E.	im Ergebnis
i.e.	id est
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporation
insbes.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
Int. Fin. Markets, Inst. and Money	Journal of International Financial Markets, Institutions & Money
Int'l Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
Int'l. Econ. Rev.	International Economic Review
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
i.S.	im Sinne
i.S.d.	im Sinne des (der)
i.S.v.	im Sinne von
i.V.	in Verbindung
i.V.m.	in Verbindung mit
J.	Journal/Judge
J. Acc. & Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Acc. Res.	Journal of Accounting Research
Jahrb. Junger Zivilrechtswiss.	Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bus.	The Journal of Business
J. Bus. Vent.	Journal of Business Venturing
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. & Bus.	Journal of Economics and Business
J. Econ. Persp.	The Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Th.	Journal of Economic Theory
J. Exp. Psych.: Hum. Percep. & Perform.	Journal of Experimental Psychology: Human Perception & Performance
J. Fin.	The Journal of Finance

J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. & Quant. Anal.	The Journal of Financial and Quantitative Analysis
Jg.	Jahrgang
JIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
J. L. & Econ.	The Journal of Law & Economics
J. L. Econ. & Org.	The Journal of Law, Economics, & Organization
J. Legal Stud.	The Journal of Legal Studies
J. Manage. & Gov.	Journal of Management and Governance
J. Mon. Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. Portfol. Manage.	The Journal of Portfolio Management
Jr.	Junior
J. Royal Stat. Soc.	Journal of the Royal Statistical Society
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KapInHaG(-E)	(Diskussionentwurf eines) Gesetz(es) zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz)
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz)
Karlsru. Komm.	Karlsruher Kommentar
KG	Kommanditgesellschaft
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum WpHG
KK-WpÜG	Kölner Kommentar zum WpÜG
KMG	Kapitalmarktgesetze
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KOM	Kommission der Europäischen Gemeinschaften
KWG	Kreditwesengesetz
L.	Law
Law & Contemp. Probs	Law and Contemporary Problems
Leg.-Per.	Legislatur Periode
LG	Landgericht
lit.	litera
LLC	Limited Liability Company
LLP	Limited liability partnership
LMK	Lindenmaier-Möhring Kommentierte BGH-Rechtsprechung
loc. cit.	loco citato
L.P.	Limited partnership
L. Rev.	Law Review
Ltd.	private limited company
M.	Main
m.	mit
MA/Mass.	Massachusetts
M & A	Mergers & Acquisitions
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Minn.	Minnesota
MTN	Medium Term Notes

MüKo-AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo-HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
MüKo-InsO	Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung
m.w.	mit weiteren
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N.D. Cal.	United States District Court, Northern District of California
N.D. Ga.	United States District Court, Northern District of Georgia
N.D. Ill.	United States District Court, Northern District of Illinois
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NK	Nomos Kommentar
No.	Number
Nov.	November
Nr(n).	Nummer(n)
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
Nw. J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law & Business
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
Ohio St. L. J.	Ohio State Law Journal
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Oxford J. Legal Stud.	Oxford Journal of Legal Studies
p.	page
PBFJ	Pacific-Basin Finance Journal
Psych. Bull.	Psychological Bulletin
PublG	Publizitätsgesetz (Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen)
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RegE	Regierungsentwurf
Rev.	Review
Rev. Econ. St.	The Review of Economic Studies
Rev. Econ. & Stat.	The Review of Economics and Statistics
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies
RGBL	Reichsgesetzblatt
RGRK	Reichsgerichtsrätekommentar
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
Rs.	Rechtssache (EuGH)
Rspr.	Rechtsprechung
Rutgers L. Rev.	Rutgers Law Review
S.	Seite(n)/Satz (Sätze)
s.	siehe
SA	Securities Act
s.a.	siehe auch

S.Ct.	Supreme Court Reporter
S.D. Ind.	United States District Court, Southern District of Indiana
S.D. Tex.	United States District Court, Southern District of Texas
S.D.N.Y.	United States District Court, Southern District of New York
SEA	Securities Exchange Act
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
S.E.C.	SEC Release
sec.	section
Sec. Reg. L. J.	Securities Regulation Law Journal
SH	Sonderheft
Sloan Mange. Rev.	Sloan Management Review
s.o.	siehe oben
SOA	Sarbanes-Oxley Act
sog.	sogenannt(e/en/er/es)
Sonderbeil.	Sonderbeilage
Sp.	Spalte
ssrn	Social Science Research Network
St.	Sankt/Saint
st.	ständige
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stenogr.	Stenographisch
Stetson L. Rev.	Stetson Law Review
StGB	Strafgesetzbuch
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
StR	Revisionen in Strafsachen (BGH)
str.	streitig
Sup. Ct. Rev.	The Supreme Court Review
Suppl.	Supplement
SVertO	Schiffahrtsrechtliche Verteilungsordnung
TM	Trade Mark
TransPRLDV	Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
u.a.	und andere/unter anderem
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
UCLA L. Rev.	University California at Los Angeles Law Review
u. d. T.	unter dem Titel
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
UK	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
unstr.	unstreitig
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
US	United States
U.S.	United States/United States Reports (Supreme Court)
USA	United States of America
U.S. GAAP	United States General Accepted Accounting Principles
usw.	und so weiter
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb

v.	versus/vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
VerkProspG(-E)	(Entwurf zum) Verkaufsprospektgesetz
VerkProspV/VerkProspVO	Verkaufsprospekt-Verordnung
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VorstOG	Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen
vs.	versus
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly (seit 2006: Washington University Law Review)
WL	Westlaw
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG(-E)	(Entwurf zum) Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	WpÜG-Angebotsverordnung
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
Yale L. J.	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaftsrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
ZR	Revisionen in Zivilsachen und Berufungen in Patentnichtigkeitsverfahren (BGH)
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR	Zeitschrift für schweizerisches Recht
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
zugl.	zugleich
zust.	zustimmend
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

Zur Kapitalmarkthaftung ist eigentlich alles gesagt. Es gibt kaum einen Aspekt in dieser Untersuchung, der nicht bereits einmal Gegenstand einer eigenständigen Dissertation oder eines Aufsatzes gewesen ist. Dies gilt insbesondere für die spezialgesetzlich geregelten Haftungstatbestände Prospekthaftung, Ad-hoc-Publizitätshaftung und Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen. Selbst Einzelaspekte wie die Schadensberechnung am Sekundärmarkt, die haftungsbegründende Kausalität oder die Vereinbarkeit mit der Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft sind bereits im Einzelnen untersucht worden. Warum dann eine Arbeit mit dem Titel „Kapitalmarktdeliktsrecht“? Welche neuen Aspekte sollten hier noch zutage zu fördern sein, die sich nicht in der Darstellung von Streitständen längst bekannter Kontroversen erschöpften?

Trotz dieses Befundes wird aber in aktuellen Publikationen fachkundiger Autoren immer wieder bemängelt, „dass es de lege lata immer noch kein stimmiges Konzept der Informationshaftung am Kapitalmarkt gibt“,¹ dass „eine feinnervigere Schutzgesetzdogmatik, die über die vereinfachende Gegenüberstellung von Funktionen- und Individualschutz hinausgeht,“ noch ausstehe² oder dass man bei der Frage, unter welchen Umständen eine persönliche Prospekthaftung der Organwalter anzunehmen sei, über die „grobfingerige Formel des geschäftlichen Eigeninteresses“ nicht hinausgekommen sei.³ Es scheint daher eine Art von Fragestellung zu geben, die bei einer an den Einzelproblemen orientierten Darstellung nicht in den Blick rückt, da sie nicht so recht zum jeweiligen Spezialthema gehörig erscheinen mag. Zwar gibt es zuletzt vermehrt Aufsätze, die sich der Problemstellung einer Gesamtsystematisierung der Kapitalmarkthaftung im deliktsrechtlichen Kontext annehmen,⁴ und auch de lege ferenda und vor dem Hintergrund europäischer Dimensionen ist die Fragestellung be-

¹ *Teichmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 149, 160.

² *Fleischer*, in: *ders., Hdb. d. Vorstandsrechts* (2006), § 14 Rn. 21.

³ *Fleischer*, *BKR* 2003, 608.

⁴ Siehe zuletzt *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93 ff.; zuvor bereits *Ekkenga*, *ZIP* 2004, 781.

reits monographisch beleuchtet worden.⁵ Diese Untersuchungen lassen jedoch sämtlich das Übernahmerecht außerhalb der Betrachtung und beschränken sich zudem auf die Haftung für fehlerhafte Informationen. Es erscheint aber lohnend, das ganze Bild in den Blick zu nehmen, um von einer Gesamtsicht aus Rückschlüsse für die Einzelprobleme ziehen zu können.

Obwohl die Einzeltatbestände dieses Rechtsgebietes gut beackert und bereits Dissertationen zu nahezu jedem Einzelaspekt dieser Arbeit erhältlich sind, erscheint es daher dennoch eine erfolgversprechende Aufgabe, das Mosaik zusammzusetzen und ein Gesamtbild sichtbar zu machen.

§ 1 Untersuchungsgegenstand

Gegenstand dieser Untersuchung ist die außervertragliche Schadensersatzhaftung am Kapitalmarkt. Damit soll ganz bewusst ein weiter Bogen gespannt werden, der sowohl die spezialgesetzlichen Haftungstatbestände der Prospekthaftung (§ 44 BörsG; §§ 13, 13a VerkProspG; § 127 InvG), der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 37b, 37c WpHG) und der übernahmerechtlichen Haftung (§§ 12, 13 Abs. 2 WpÜG) umfasst, die von der Rechtsprechung entwickelte sogenannte bürgerlichrechtliche Prospekthaftung einbezieht und dies alles zurück bindet an die Grundlagen des deliktischen Haftungssystems des Zivilrechts, das auch als solches in letzter Zeit vermehrt für die Zusammenhänge des Kapitalmarkts fruchtbar gemacht worden ist.⁶

Kapitalmarktdeliktsrecht in diesem Sinne stellt ein eigenständiges Teilgebiet des Zivilrechts dar, das seine Ingredienzien aus dem öffentlich-rechtlich ausgeprägten und großenteils europarechtlich präformierten Kapitalmarktrecht,⁷ aber auch aus dem allgemeinen Bürgerlichen Recht bezieht.

⁵ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005).

⁶ Siehe insbesondere BGHZ 160, 134 (Infomatec).

⁷ Zum europäischen Kapitalmarktrecht *Hopt*, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken (2000), S. 307. Monographisch *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Das Recht des Primärmarktes (1999); *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Das Recht des Sekundärmarktes (2002).

I. Kapitalmarktrecht und Deliktsrecht

1. Begrifflichkeiten

a) Kapitalmarktrecht

Das „Kapitalmarktrecht“ ist definiert worden als die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und fungiblen Kapitalmarktpapieren befassen, um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionenschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten.⁸

Anknüpfend an diesen weiten Begriff des Kapitalmarktrechts soll sich die Untersuchung nicht etwa auf das Recht der am regulierten Markt (§§ 32 ff. BörsG) bzw. organisierten Markt (§ 2 Abs. 5 WpHG) notierten Emittenten beschränken, sondern vielmehr jegliche Form der öffentlichen Unternehmensfinanzierung und standardisierten Kapitalanlage erfassen. Dies umfasst die Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG, aber auch davon nicht erfasste Finanzprodukte zu Anlagezwecken, wie etwa partiarische Darlehen oder ähnliches. Da sich die Untersuchung auf die deliktische Haftung beschränkt, ergibt sich implizit ein Ausschluss solcher Beteiligungsvereinbarungen, in denen aufgrund der Möglichkeit individualvertraglicher Abreden sämtliche Rechtsbeziehungen der privatautonomen Gestaltung unterliegen. Damit scheiden Venture-Capital-Verträge, Private Equity-Beteiligungsverträge und Projektfinanzierungsvereinbarungen aus dem Untersuchungsbereich aus.⁹

Ebenfalls außen vor bleiben die Rechtsprobleme, die sich aus mit einer Kapitalanlage verfolgten Anlagezwecken wie der Altersvorsorge ergeben.¹⁰ Auch das für die Auswahl der Kapitalanlagen in der Praxis oftmals entscheidende Steuerrecht ist nicht Gegenstand des Kapitalmarktrechts im hier zugrunde gelegten Sinne.

b) Deliktsrecht

Das „Deliktsrecht“ als zusammenfassende Bezeichnung für eine gesetzliche Verpflichtung zum Schadensausgleich wird bereits seit *Aristoteles* vom Vertragsrecht unterschieden und seit dem römischen Recht auch rechtssystematisch als eigenständiges Gebiet behandelt.¹¹ Im Einzelnen

⁸ Hopt, ZHR 141 (1977), 389, 431.

⁹ Dazu etwa Klein, Projektfinanzierung (2004); Sester, Projektfinanzierungsvereinbarungen (2004).

¹⁰ Dazu demnächst umfassend Roth, Altersvorsorge, Habil. Hamburg (2008).

¹¹ *Aristoteles*, Nikomachische Ethik, 1131a: „Es gibt nämlich einen freiwilligen Verkehr und einen unfreiwilligen. Zum freiwilligen Verkehre gehören z. B. Kauf, Verkauf, Darlehen, Bürgschaft, Nießbrauch, Hinterlegung, Miete. Hier spricht man von freiwilligem Verkehr, weil das Prinzip der genannten Verträge beiderseits der freie Wille

lassen sich zwei Hauptabgrenzungsmerkmale unterscheiden: Die Gesetzlichkeit des Verpflichtungsgrundes im Unterschied zur vertragsrechtlichen, privatautonom eingegangenen Primärpflicht auf der einen Seite. Auf der anderen Seite ergibt sich eine Konkretisierung durch die Rechtsfolge der Schadensersatzpflicht, die sich insbesondere von der Primärverpflichtung, aber auch vom Bereicherungsrecht abgrenzen lässt.

Bei der Abgrenzung zwischen Vertrags- und Deliktsrecht geht es nicht so sehr um die Frage des Geltungsgrundes der Haftung, denn auch die vertragliche Schadensersatzpflicht tritt kraft Gesetzes als Pflicht zur Wiedergutmachung ein und findet ihre Rechtfertigung nicht in dem vertraglichen Leistungsversprechen.¹² Ansatzpunkt der Abgrenzung ist vielmehr der Geltungsgrund der verletzten Pflicht. Nach dem BGH soll die unerlaubte Handlung dadurch gekennzeichnet sein, dass der Täter durch sein Verhalten gegen eine Pflicht verstößt, die jeder kraft Gesetzes zu beachten hat und die dem Schutz von jedermann dient. Dagegen gehe es im Vertragsrecht um besondere, nur im Verhältnis der Parteien untereinander bestehende Rechte und Pflichten.¹³ Gerade vor dem Hintergrund der hiesigen Themenstellung erscheint es aber zu eng, dem Deliktsrecht nur solche Pflichten zuzurechnen, die jeder zu beachten hat und die jedermann dienen. Vielmehr gibt es auch Spezialdelikte, die besondere qualifizierende Voraussetzungen an den Täter oder auch den geschützten Personenkreis stellen, insoweit jedoch wiederum generell-abstrakte Pflichten aufstellen. Das wesentliche Abgrenzungsmoment deliktischer zu vertraglicher Haftung scheint daher die Verletzung gesetzlicher Pflichten im Gegensatz zur Verletzung privatautonom eingegangener Pflichten zu sein.

Ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal liegt in der Rechtsfolge: Gesetzliche Pflichten können eine Reihe von Rechtsfolgen zeitigen. Als deliktische Haftung gilt nur die Schadensersatzpflicht in Abgrenzung zur negatorischen Haftung (§§ 985, 1004 BGB) und zum Bereicherungsrecht.¹⁴ Ziel des Schadensersatzes ist es, den durch das schadensstiftende Geschehen verursachten Zustand aus der Welt zu schaffen.¹⁵ Weiterhin ist

ist. Zu dem unfreiwilligen Verkehr gehören teils heimliche Handlungen, wie Diebstahl, Ehebruch, Giftmischerei, Kuppelerei, Sklavenverführung, Meuchelmord, falsches Zeugnis, teils gewaltsame, wie Misshandlung, Freiheitsberaubung, Totschlag, Raub, Verstümmelung, Scheltreden, Herabwürdigung.“ (Übersetzung Eugen Rolfes). Dazu *Jansen*, Die Struktur des Haftungsrechts (2003), S. 77 ff.

Die rechtssystematische Verwendung dieser Unterscheidung als Abgrenzung geht auf *Gaius*, Institutiones III, 88 zurück; dazu *Zimmermann*, The Law of Obligations (1990/2006), p. 10 et seq.

¹² So überzeugend *Picker*, AcP 183 (1983), 369, 393 ff.

¹³ BGH NJW 1992, 1511, 1512.

¹⁴ Vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 67 I 1. b) (S. 128); § 86 I 1. a) (S. 673). Siehe auch *Picker*, JZ 1987, 1041, 1956.

¹⁵ *Schiemann*, in: Staudinger (2004), § 249 Rn. 2.

das Deliktsrecht des BGB als Einstandspflicht für schuldhaftes Unrecht konzipiert.¹⁶ Inwieweit darüber hinaus die Gefährdungshaftung ebenfalls als Teil des Deliktsrechts gelten darf, ist umstritten,¹⁷ für den vorliegenden Zusammenhang jedoch ohne Belang.

2. Europarechtliche Grundlagen

Zwischen dem Kapitalmarktrecht und dem Deliktsrecht bestehen auf vielerlei Ebenen Spannungen und Friktionen. So kann bereits bei einem Blick in die Rechtsquellen festgestellt werden, dass das Kapitalmarktrecht zu den Rechtsgebieten gehört, die am weitesten europäisiert und internationalisiert sind, während im Bereich des Deliktsrechts noch keine europäischen Rechtsakte bestehen.

Das europäische Kapitalmarktrecht bestehend aus der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG,¹⁸ der Prospektrichtlinie 2003/71/EG,¹⁹ der Übernahmerichtlinie 2004/25/EG,²⁰ der Finanzmarktrichtlinie („MiFiD“) 2004/39/EG,²¹ der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG,²² den noch geltenden Teilen der Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG²³ und der OGAW-

¹⁶ *Canaris*, VersR 2005, 577.

¹⁷ Siehe *Jansen*, Die Struktur des Haftungsrechts (2003), S. 614 ff.; dagegen *Canaris*, VersR 2005, 577, 578 ff.

¹⁸ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96, S. 16.

¹⁹ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU L 345, S. 64.

²⁰ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU 142, S. 12.

²¹ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU L 145, S. 1. Die gebräuchliche Abkürzung MiFiD steht für „Markets in Financial Instruments Directive“.

²² Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU L 390, S. 38.

²³ Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG L 184, S. 1. Zum noch verbleibenden Geltungsbereich (insbesondere Art. 42 bis 63) siehe Erwägungsgrund 38 zur Transparenzrichtlinie 2004/109/EG.

Richtlinie 85/611/EWG²⁴ bildet die Grundlage der deutschen Kapitalmarktgesetze BörsG, WpPG, WpHG, WpÜG und InvG. Dabei handelt es sich bei der Finanzmarkt-, der Marktmissbrauchs-, der Prospekt- und der Transparenzrichtlinie bereits jeweils um die aufgrund des *Financial Services Action Plans*²⁵ erlassene zweite Richtliniengeneration.²⁶ Diese Richtlinien wurden zudem sämtlich im sogenannten *Lamfalussy*-Verfahren²⁷ erlassen und durch eine Reihe von Durchführungsakten (Richtlinien und Verordnungen) auf europäischer Ebene konkretisiert. Das Kapitalmarktrecht ist daher nahe an der Vollharmonisierung.²⁸

Darüber hinaus findet im Rahmen der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) auch auf internationaler Ebene eine weitgehende Abgleichung der Kapitalmarktstandards statt.

Dieser Befund gilt allerdings nicht für das Kapitalmarkthaftungsrecht. Hinsichtlich der Kapitalmarkthaftung ergeht sich der europäische Richtlinienggeber in weit gefassten allgemeinen Vorgaben, wie derjenigen, dass die Mitgliedstaaten sicherzustellen haben, dass „je nach Fall“ zumindest der Emittent oder eine von einer ganzen Reihe von Personen für die in einem Prospekt enthaltenen Angaben haftet²⁹ oder dass die Verantwortung für die vorgeschriebene Zusammenstellung und Veröffentlichung der Informationen zumindest beim Emittenten oder wiederum bei einer aus einer Reihe von anderen Personen liegt und dass die mitgliedstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Haftung auf die verantwortlichen Personen anwendbar sind³⁰ oder sogar, dass die Mitgliedstaaten die „Sanktionen“ festlegen, die bei einem Verstoß gegen die einzelstaatlichen Vorschriften zur Umsetzung der europäischen Vorgaben zu verhängen sind,

²⁴ Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EWG L 375, S. 3.

²⁵ Mitteilung der Kommission „Finanzdienstleistungen – Umsetzung des Finanzmarktraumens: Aktionsplan“ vom 11. Mai 1999, KOM(1999) 232.

²⁶ Zu den Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 89 ff. Zum derzeitigen europäischen Stand *Caspari*, NZG 2005, 98; *Klöhn*, in: Langenbucher, *Europarechtliche Bezüge des Privatrechts*² (2008), S. 281, 294 ff.

²⁷ Dabei handelt es sich um ein vierstufiges Rechtsetzungsverfahren. Siehe den Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte unter dem Vorsitz von Baron *Alexandre Lamfalussy* vom 15.2.2001, S. 10. Für eine Zwischenbilanz zum Lamfalussy-Prozess siehe *Schmolke*, NZG 2005, 912.

²⁸ Für den Bereich des hier interessierenden Kapitalmarktrechts sind auch in den nächsten Jahren – mit Ausnahme des Bereichs der Investmentfonds, dazu Weißbuch für den Ausbau des Binnenmarktraumens für Investmentfonds, KOM(2006) 686 – keine weiteren Gesetzgebungsinitiativen auf europäischer Ebene geplant, siehe Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010, KOM(2005) 629.

²⁹ Art. 6 Abs. 1 S. 1 Prospektrichtlinie 2003/71/EG.

³⁰ Art. 7 Transparenzrichtlinie 2004/109/EG.

und alle „geeigneten Maßnahmen“ treffen, um deren Durchsetzung zu gewährleisten.³¹ Diese Regelungsarmut auf europäischer Ebene verwundert nicht, wenn man sich verdeutlicht, dass ein europäisches Kapitalmarktdeliktsrecht auf zwei Säulen gegründet sein muss: Das weit entwickelte Kapitalmarktrecht, welches die haftungsbewehrten Pflichten definiert, bedarf der Ergänzung durch ein Regime der außervertraglichen Haftung.

Verglichen mit dem europäischen Kapitalmarktrecht befindet sich das europäische Deliktsrecht aber noch in den Kinderschuhen.³² Zwei konkrete Rechtsvereinheitlichungsprojekte stellen die „Principles of European Tort Law“ der European Group on Tort Law sowie die „Principles of Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to Another“ der Study Group on a European Civil Code dar. Dabei handelt es sich aber nur um erste Schritte auf dem Weg zu einem europäischen Deliktsrecht.³³

Damit muss eine Untersuchung zum Kapitalmarktdeliktsrecht zwar vielfältige Bezüge zu den europarechtlichen Grundlagen der behandelten Einzelpflichten herstellen, bleibt aber hinsichtlich der zu behandelnden Haftungstatbestände einstweilen auf das nationale Recht beschränkt.

3. Gesetzesreformen

Inhaltlich ist das Kapitalmarktrecht einem stetigen Wandel unterworfen, der manche bereits von einer „Kapitalmarktreform in Permanenz“ reden lässt.³⁴ Demgegenüber hat das Deliktsrecht zwar einige „Wandlungen“ durchlaufen,³⁵ ist in seinem Normengefüge aber seit Inkrafttreten des BGB nahezu unverändert geblieben. Dadurch ist das Haftungsrecht jedoch bis in die Einzelheiten durch die Lehre und Rechtsprechung erkundet und ausgestaltet worden, während viele Bereiche des (reformierten) Kapitalmarktrechts noch der Aufarbeitung harren.

Auch dieser Gegensatz ist für das Vorhaben zu berücksichtigen. Er lässt sich weder nach der einen noch nach der anderen Seite auflösen, kann aber zu einer Befruchtung der Diskussion führen, indem die althergebrachten Prinzipien des Deliktsrechts an die Anforderungen des modernen Wirtschaftslebens herangeführt werden und andererseits bewährte Strukturen

³¹ Art. 17 S. 1 Übernahmerichtlinie 2004/25/EG.

³² Überblick über die Entwicklung bei *Zimmermann*, in: ders., Grundstrukturen des europäischen Deliktsrechts (2003), S. 19, 21 f. Zum Stand der Diskussion zuletzt *Jansen*, in: Bussani, *European Tort Law* (2007), p. 15.

³³ Vgl. *Spier*, in: *European Group on Tort Law, Principles of European Tort Law* (2005), p. 12, 16 et seq. Zum Entwurf eines gemeinsamen Referenzrahmens siehe *Eidenmüller/Faust/Grigoleit/Jansen/Wagner/Zimmermann*, *JZ* 2008, 529, insbesondere S. 539 ff.

³⁴ *Spindler*, *NJW* 2004, 3449. Zuvor bereits *Zöllner*, *AG* 1994, 336 („Aktienrechtsreform in Permanenz“).

³⁵ *von Caemmerer*, in: *FS 100 Jahre DJT* (1960), Bd. II, S. 49.

nutzbar gemacht werden können, um neue und neueste Rechtsentwicklung einer rechtssicheren Auslegung zuzuführen.

4. Einschränkungen der Themenstellung

Kapitalmarktrecht und Deliktsrecht stehen daher auf den ersten Blick unverbunden nebeneinander. Diese beiden recht gegensätzlichen Rechtsgebiete miteinander in Einklang zu bringen, soll im Folgenden versucht werden. Thematische Begrenzungen sind bei einem derart weit gespannten Thema unvermeidlich. Auch werden die Ausführungen am einzelnen Beispiel häufig *pars pro toto* gelten müssen.

Die notwendigen Begrenzungen sollen aber im Laufe der Untersuchung aus dem jeweiligen Gegenstand nach Sachkriterien entwickelt und nicht bereits vor die Klammer der eigentlichen Darstellung gezogen werden.

II. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung beginnt mit einem Allgemeinen Teil, in welchem die Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts zusammengetragen werden sollen. Dabei wird eine Dreiteilung in Rechtsdogmatik, Rechtsvergleichung und (Rechts-)Ökonomie vorgenommen, die sich als Leitfaden durch die weitere Arbeit zieht: Zunächst erfolgt eine Bestandsaufnahme der Rechtsgrundlagen des deutschen Kapitalmarktdeliktsrechts (§ 2). Sodann wird dieser eine Darstellung des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrecht gegenübergestellt, mit dem Ziel, die Struktur eines entwickelten Kapitalmarkthaftungsrechts aufzuzeigen (§ 3). Komplettiert wird die Trias durch eine Darstellung der ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts, um den Fragen nachzugehen, in welches Umfeld sich die Kapitalmarkthaftung einzuordnen und welche Zwecke sie dabei zu erfüllen hat (§ 4).

Aufbauend auf die so gelegten Grundlagen soll im Mittelteil ein umfassendes Konzept der Kapitalmarkthaftung entwickelt werden, das die spezialgesetzlichen Kapitalmarkthaftungstatbestände und das allgemeine Deliktsrecht vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Erfahrungen und im Hinblick auf die ökonomische Zielsetzung zu einem einheitlichen Modell zusammenbringt (§§ 5 bis 7).

Im abschließenden Besonderen Teil der Arbeit werden sodann die Konsequenzen dieses Kapitalmarkthaftungsmodells für die Einzelfragen entlang dem Tatbestandsaufbau deliktischer Haftung am Kapitalmarkt entfaltet (§§ 8 bis 15).

A. Allgemeiner Teil

Im Allgemeinen Teil dieser Arbeit soll im Wege der induktiven Erschließung geklärt werden, was unter „Kapitalmarktdeliktsrecht“ zu verstehen ist. Den Beginn bildet eine Darstellung der Rechtsgrundlagen des deutschen Rechts (§ 2). Dieser wird sodann eine Darstellung des US-amerikanischen Kapitalmarkthaftungsrechts gegenüber gestellt, um den Vergleichsmaßstab eines entwickelten und weltweit anerkannten Haftungsregimes zu gewinnen (§ 3). Nach dieser rechtlichen und rechtsvergleichenden Fundierung soll die Frage des Warum aufgeworfen werden, indem die ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts dargestellt und daraus der Sinn und Zweck einer solchen Haftung entwickelt werden (§ 4).

§ 2 Rechtsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts

Ein Rechtsgebiet grenzt sich ab durch die Vorschriften, die es konstituieren. In diesem Sinne soll zu Beginn des Allgemeinen Teils eine Bestandsaufnahme all jener Normen vorgenommen werden, die außervertragliche Schadensersatzansprüche der Anleger am Kapitalmarkt begründen können. Die Darstellung beginnt mit den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen, die in den diversen Kapitalmarktgesetzen enthalten sind (unter I.). In einem zweiten Teil werden die Vorschriften des allgemeinen Deliktsrechts auf ihre „Kapitalmarkttauglichkeit“ hin untersucht (unter II.). Zum Schluss sollen wegen der besonderen Sachnähe die Tatbestände des Kapitalmarktstrafrechts dargestellt und auf ihren Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB untersucht werden (unter III.).

I. Spezialgesetzliche Anspruchsgrundlagen

Im Bereich der Anspruchsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts sind zuerst die diversen Spezialtatbestände der Kapitalmarktgesetze, das sind: BörsG, InvG, VerkProspG, WpHG und WpÜG zu nennen. Es mag auf den ersten Blick verwundern, dass diese Anspruchsgrundlagen in einer Arbeit

über „Kapitalmarktdeliktsrecht“ einen solch prominenten Rang einnehmen. Wie aber im Folgenden zu zeigen sein wird, lässt sich der Haftungsgrund dieser Spezialtatbestände letztlich nur auf Basis eines deliktsrechtlichen Ansatzes befriedigend verstehen.

Die kapitalmarktrechtlichen Spezialtatbestände können ihrerseits nach verschiedenen Marktphasen aufgegliedert werden: Die Prospekthaftung am Primärmarkt (dazu unter 1.), die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen am Sekundärmarkt¹ (dazu unter 2.) und die Sondersituation der Übernahme einer börsennotierten Publikumsgesellschaft (dazu unter 3.).

1. Primärmarkt: Prospekthaftung (§ 44 BörsG, §§ 13, 13a VerkProspG, § 127 InvG)

Der älteste und wichtigste kapitalmarktrechtliche Haftungstatbestand ist die Prospekthaftung. Sie stellt das Muster dar, an dem sich alle späteren kapitalmarktrechtlichen Schadensersatzpflichten orientiert haben.²

a) Geschichte und Entwicklung der Prospekthaftung in Deutschland

aa) Börsengesetze von 1896 und 1908

Die Prospekthaftung wurde in Deutschland durch das BörsG 1896 erstmals gesetzlich statuiert.³ Die Bewerbung von Aktien mittels Prospekten war zwar schon längere Zeit üblich gewesen⁴ und es gab auch vereinzelt Ansätze, hieran im Falle fehlerhafter Prospekte haftungsrechtliche Folgen zu knüpfen,⁵ von der gesicherten Existenz einer Prospekthaftung konnte je-

¹ Zum Begriff des Primär- und des Sekundärmarkts ausführlich unten S. 109 ff.

² Ganz deutlich ist dies bei § 12 WpÜG; vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 42 f. wo mehrfach auf die Parallelvorschriften der Prospekthaftung verwiesen wird. Aber auch die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität lehnt sich vielfach an die Regelungen der Prospekthaftung an, vgl. Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 94.

³ Andere Länder kannten schon längere Zeit eine gesetzlich geregelte Prospekthaftung, so etwa England, wo bei einem hinter den Anforderungen von sec. 38 Companies Act 1867 zurückbleibenden Prospekt oder bei fehlerhaften Angaben die betrügerische Absicht fingiert wurde; dazu und zu der weiteren Rechtsentwicklung in England *Leyens/Magnus*, in: *Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 417, 440.

⁴ *Assmann, Prospekthaftung* (1985), S. 41; *Hopt*, in: *Coing/Wilhelm, Wissenschaft und Kodifikation* (1980), Bd. V, S. 128, 154; *Meier, Die Entstehung des Börsengesetzes* (1992), S. 9; *Merkt, Unternehmenspublizität* (2001), S. 40, 76. Ende des 19. Jahrhunderts verlangten alle deutschen Börsen zwingend die Vorlage eines Börsenzulassungsprospekts, *Weber, ZHR* 45 (1896), 69, 79, siehe auch *Hopt, ZHR* 141 (1977), 389, 395.

⁵ Siehe etwa den sog. Lucca-Pistoja-Aktienstreit; dazu ausführlich *Assmann, Prospekthaftung* (1985), S. 48 ff.

doch keine Rede sein.⁶ Nachdem die Börsenquotekommission in Vorbereitung des Börsengesetzes andere Mechanismen zum Schutz des Publikums, wie eine obligatorische „ehrengerichtliche“ Untersuchung im Falle von Zinsverkürzungen oder – bei Aktien – des Sinkens des Kurses auf die Hälfte des Emissionskurses, diskutiert und abgelehnt hatte, entschied man sich, die Einführung einer zivilrechtlichen Haftung vorzuschlagen. Diese sollte die Angaben des Prospekts zugrunde legen und haftungsrechtliche Folgen an die Unrichtigkeit erheblicher darin aufgeführter Tatsachen oder das Fehlen von solchen knüpfen, gleichviel ob sich der Prospekt als eigene Angabe des Emittenten oder eines Dritten einführe.⁷ Der letztlich verabschiedete Gesetzestext (§ 43 BörsG 1896, später dann gleichlautend § 45 BörsG 1908) unterschied, anders als der Entwurf der Börsenquotekommission,⁸ zwischen der Veröffentlichung unrichtiger Tatsachen einerseits und eines unvollständigen Prospekts andererseits. Für erstere wurde bei Kenntnis oder grob fahrlässiger Unkenntnis (genauer: bei Kennenmüssen ohne grobem Verschulden) gehaftet; für zweites nur bei böslichem Verschweigen oder böslicher Unterlassung einer ausreichenden Prüfung. Nach damaligem Verständnis entsprach das Erfordernis der Böslichkeit dem strafrechtlichen „*dolus eventualis*“.⁹ Begründet wurde die Differenzierung damit, im Falle des Unterlassens könne es sehr zweifelhaft sein, ob ein Umstand als wesentlich (und damit veröffentlichungspflichtig) anzusehen sei; eine Unsicherheit, die im Falle falscher positiver Angaben nicht gegeben sei.¹⁰ Im Bereich der börsengesetzlichen Prospekthaftung bestand diese Unterscheidung bis zur Reform durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz im Jahr 1998¹¹ fort, obwohl sie Zeit ihres Bestehens Gegenstand

⁶ Vgl. *Weber*, ZHR 45 (1896), 69, 82 („eine civilrechtliche Haftung des Emittenten besteht außer im Fall des speziell gegen den Beschädigten begangenen *dolus* nicht“); *Meier*, Die Entstehung des Börsengesetzes (1992), S. 154 mit Fn. 183; siehe auch *Assmann*, in: FG Kübler (1997), S. 317, 320. Der Reichsbankpräsident *Koch* äußerte bei der Vorlage des Börsengesetzentwurfs im Reichstag die Einschätzung, dass eine Haftung der Emissionshäuser „bisher entweder überhaupt nicht besteht oder mindestens äußerst zweifelhaft und umstritten ist“, vgl. Stenogr. Berichte des Reichstags, IX. Leg.-Per., IV. Session, 1895/97, Berlin 1896, S. 221.

⁷ Vgl. zum Ganzen den authentischen Bericht von *Weber*; ZHR 45 (1896), 69, 90 f. Siehe auch *Meier*, Die Entstehung des Börsengesetzes (1992), S. 161.

⁸ Abdruck bei *Weber*, ZHR 45 (1896), 69, 98 f.

⁹ *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 III c) (S. 194); ähnlich *Dove*, in: Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes, BörsG (1909), § 45 Anm. 4 (S. 171): „Es genügt nicht grobe Nachlässigkeit, um den Begriff der Böslichkeit zu erfüllen, sondern die Untersuchung muss aus frevelhaftem Mutwillen unterblieben sein.“ Anders spätere Auslegungen, vgl. *Erman*, AG 1964, 327, 329 (bewusste Fahrlässigkeit); *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 312 (bewusste, grobe Fahrlässigkeit).

¹⁰ Vgl. Verhandlungen des Reichstags, IX. Leg.-Per., IV. Session 1895/97, 1. Anlagenband (1896), Aktenstück Nr. 14, S. 24, 1. Sp. oben.

¹¹ Dazu unten S. 14 f.

heftiger Kritik¹² gewesen ist. Die Ersatzpflicht erstreckte sich nur auf diejenigen („jungen“) Stücke, die aufgrund des Prospekts zugelassen¹³ und nach der Veröffentlichung desselben erworben wurden.¹⁴ Zum Ersatz verpflichtet waren einerseits „diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben“ und andererseits „diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht“. Bezüglich des Schadensumfangs sah § 45 BörsG 1908 vor, dass dem Besitzer des Wertpapiers¹⁵ grundsätzlich der Schaden, welcher ihm aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst, zu ersetzen sei. Dabei fanden die §§ 249 ff. BGB Anwendung.¹⁶ Als Möglichkeit der Haftungsbegrenzung sah § 46 Abs. 2 BörsG 1908 im Sinne einer „Ersetzungsbefugnis“¹⁷ vor, dass der Ersatzpflichtige der Ersatzpflicht dadurch genügen konnte, dass er das Wertpapier gegen Erstattung des vom Besitzer nachgewiesenen Erwerbspreises oder desjenigen Kurses übernahm, den die Wertpapiere zur Zeit der Einführung hatten.¹⁸

¹² Z.B. *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 379; *Erman*, AG 1964, 327, 330; *Frohne*, Prospektspflicht (1974), S. 51; *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 169; *Horst*, Kapitalanlegerschutz (1987), S. 13; *Köndgen*, AG 1983, 120, 128; *Schmidt*, Die Prospekthaftung (1911), S. 73; *Theile*, Die Haftung des Emissionshauses (1914), S. 33 (zit. nach *Frohne*, a.a.O.); a.A. aber *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2280; *Pabst*, Prospektzwang (1972), S. 47.

¹³ Damit entfiel die Haftung für bereits im Umlauf befindliche Wertpapiere gleicher Gattung (sog. „alte Stücke“). Zu den damit verbundenen Problemen insbesondere im Zusammenhang mit der Girosammelverwahrung *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 380 ff.; *ders.*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 210 f.; *Hauptmann*, in: *Vortmann*, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 3 Rn. 82; *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 146. Ausführlich zum Für und Wider einer Prospekthaftung auch für alte Stücke *Hopt/Voigt*, in: *dies.*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 55 ff.

¹⁴ Diese zunächst unspektakulär anmutende Einschränkung führte vor Erlass des VerkProspG (dazu sogleich auf S. 14) zu erheblichen Schutzlücken, da die Wertpapiere häufig lange vor der Börseneinführung außerbörslich emittiert wurden; vgl. *Erman*, AG 1964, 327, 331, der davon berichtet, dass es bei der Kapitalerhöhung von RWE im Frühjahr 1963 erstmalig gelungen sei, den Börsenprospekt noch innerhalb der Zeichnungsfrist erscheinen zu lassen. Vgl. auch *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 398.

¹⁵ Bei Weiterveräußerung der Wertpapiere entfiel die Aktivlegitimation, OLG Frankfurt ZIP 1997, 107, 108; LG Frankfurt ZIP 1996, 25, 26; siehe auch *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 386; *ders.*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 207; *Hamann*, in: *F. Schäfer*, Wertpapierhandelsgesetz u.a. (1999), §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn. 134 f.; *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 145; *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 30.

¹⁶ Allg. Ansicht, vgl. *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 366, 389 mit Fn. 58; *ders.*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 229; *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2285; *Frohne*, Prospektspflicht (1974), S. 81; *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 172; *Horst*, Kapitalanlegerschutz (1987), S. 20; *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 V a) (S. 199); *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 38.

¹⁷ *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 389.

¹⁸ Krit. dazu *Assmann*, in: *FS Lange* (1992), S. 345, 372; *Roller*, Prospekthaftung (1991), S. 207 ff.

bb) Investmentrechtliche Prospekthaftung

Bereits eine andere Struktur wies die in den Fünfziger und Sechziger Jahren des 20. Jahrhunderts eingeführte investmentrechtliche Prospekthaftung auf. Sowohl § 20 KAGG aus dem Jahr 1957¹⁹ als auch § 12 AuslInvestG von 1969²⁰ gaben die unterschiedliche Behandlung unrichtiger und unvollständiger Angaben von wesentlicher Bedeutung hinsichtlich des Verschuldensmaßstabs auf. Auch der ersatzfähige Schaden wurde anders definiert als im BörsG: Verlangt werden konnte die Übernahme der Anteilscheine gegen Erstattung des gezahlten Betrages oder – im Falle des zwischenzeitlichen Weiterverkaufs – die Differenz zwischen Erwerbs- und Weiterverkaufspreis. Durch das Investmentmodernisierungsgesetz 2003²¹ wurden die investmentrechtlichen Prospekthaftungstatbestände dann in einem neuen § 127 InvG zusammengefasst.

cc) Gescheitertes Vermögensanlagegesetz

Der von der Wissenschaft²² immer wieder angemahnte Erlass eines Vermögensanlagegesetzes, in welchem rechtformübergreifend auch der Vertrieb von Anlagen des „Grauen Kapitalmarkts“²³ einer Prospektpflicht und -haftung unterworfen werden sollte, kam 1977/1978 nicht über die Vorstellung eines Regierungsentwurfs,²⁴ der den Bundestagsausschüssen zur Beratung überwiesen wurde, hinaus. Der Entwurf hatte in § 7 eine Prospekthaftung nach dem Vorbild der investmentrechtlichen Regelungen vorgesehen. Nach der stillschweigenden Beerdigung des Gesetzgebungsvorhabens²⁵ nahm sich zunächst die Rechtsprechung der weiteren Entwicklung der Prospekthaftung an,²⁶ ehe das Anlegerschutzverbesserungsgesetz²⁷ 27 Jahre später das Projekt von 1977 doch noch zum Ziel führte.

¹⁹ Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16.4.1957, BGBl. I, S. 378.

²⁰ Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen vom 28.7.1969, BGBl. I, S. 986.

²¹ Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen vom 15.12.2003, BGBl. I, S. 2676.

²² *Hopt*, Gutachten G zum 51. DJT (1976), G 94 ff; G 132 f.; *Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich*, ZHR 138 (1974), 1.

²³ Zum Begriff des „Grauen Kapitalmarkts“ statt aller *Kalss*, *Anlegerinteressen* (2001), S. 51 ff. m.w.N.

²⁴ Entwurf eines Gesetzes über den Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen, BT-Drucks. 8/1405.

²⁵ Vgl. *Assmann*, *Prospekthaftung* (1985), S. 77.

²⁶ Dazu unten S. 15 ff.

²⁷ Dazu unten S. 17 f.

dd) Verkaufsprospektgesetz

Bei Erlass des VerkProspG im Jahr 1990,²⁸ mit dem eine Prospektpflicht²⁹ und -haftung beim außerbörslichen öffentlichen Angebot von Wertpapieren eingeführt wurde, fiel man aber zunächst wieder hinter den durch die investmentrechtliche Prospekthaftung erreichten Stand zurück. Nachdem der ursprüngliche Regierungsentwurf in § 13 VerkProspG-E eine eigenständige Prospekthaftungsvorschrift nach dem Vorbild der §§ 20 KAGG, 12 AuslInvestG vorgesehen hatte,³⁰ wurde in dem schließlich verabschiedeten Gesetzestext aufgrund einer von der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vorgeschlagenen Änderung³¹ lediglich ein Verweis auf die börsengesetzlichen Prospekthaftungsvorschriften aufgenommen. In ihrer Begründung wiesen die Berichterstatter allerdings darauf hin, dass die börsengesetzliche Prospekthaftung „unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes [...] nicht befriedigend“ erscheine und verwiesen auf eine geplante Novellierung des BörsG in der folgenden Legislaturperiode.³² Bekanntermaßen ließ diese Reform noch weitere acht Jahre auf sich warten.

ee) Drittes Finanzmarktförderungsgesetz

Erst im Zuge des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes 1998³³ wurde die börsengesetzliche Prospekthaftung grundlegend reformiert, wobei weitgehend auf den früheren Entwurf des § 13 VerkProspG zurückgegriffen wurde.³⁴ Die wichtigsten Neuerungen des § 44 BörsG n.F. waren die Folgenden:³⁵ (1) Ähnlich wie bereits in der investmentrechtlichen Prospekthaftung lässt eine Weiterveräußerung der Wertpapiere die Aktivlegitimation nicht mehr entfallen, stattdessen kann der Ersatz des Unterschiedsbetrags zwischen dem Erwerbspreis, soweit dieser den ersten Ausgabepreis nicht überschreitet,³⁶ und dem Veräußerungspreis verlangt werden, § 44 Abs. 2 S. 1

²⁸ Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere vom 13.12.1990, BGBl. I, S. 2749.

²⁹ Für den Fall, dass entgegen der gesetzlichen Prospektpflicht *gar kein* Prospekt veröffentlicht wurde, war ein spezieller Haftungstatbestand nicht vorgesehen. Erst durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz 2004 wurde eine solche spezialgesetzliche Haftung eingeführt; dazu unten S. 17 f.

³⁰ Vgl. RegE VerkProspG, BT-Drucks., 11/6340, S. 6 f., 14.

³¹ BT-Drucks. 11/8323, S. 12.

³² BT-Drucks. 11/8323, S. 26.

³³ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 24.3.1998, BGBl. I, S. 529.

³⁴ Gerber, Prospekthaftung (2001), S. 112.

³⁵ Die folgende Aufzählung ist angelehnt an Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 55 f.

³⁶ Damit soll die Verantwortlichkeit für solche Kursveränderungen entfallen, die nach der Vorstellung des Gesetzgebers nicht mehr auf dem Prospekt beruhen, dessen Angaben

BörsG; (2) die unterschiedlichen Verschuldensmaßstäbe für das Verbreiten falscher Angaben und das Weglassen wesentlicher Angaben wurden hin zu einer einheitlichen Haftung für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit angeglichen, wobei das Verschulden widerleglich vermutet wird, § 45 Abs. 1 BörsG; (3) die Verjährungsfrist wurde von fünf Jahren auf sechs Monate³⁷ ab Kenntnis und höchstens drei Jahre seit der Veröffentlichung des Prospekts verkürzt, § 46 BörsG; (4) der Erwerb der Wertpapiere aufgrund des Prospekts wird im Sinne einer gesetzlichen Beweislastumkehr zugunsten des Anspruchstellers vermutet, § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG, wobei nur noch solche Anleger anspruchsberechtigt sind, welche die Wertpapiere innerhalb von sechs Monaten nach deren erstmaliger Einführung³⁸ erworben haben, § 44 Abs. 1 S. 1 a.E. BörsG; (5) erfasst sind dabei auch solche „alten Stücke“, die von den aufgrund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassenen „jungen Stücken“ nicht nach Ausstattungsmerkmalen oder in sonstiger Weise unterschieden werden können, § 44 Abs. 1 S. 3 BörsG.³⁹

ff) Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung der Rechtsprechung

Ihre praktische Bedeutung verdankt die Prospekthaftung aber vor allem der in der gerichtlichen Praxis entwickelten bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung jenseits der spezialgesetzlichen Tatbestände. Die gesetzlich geregelte Prospekthaftung führte ab dem Jahr 1912⁴⁰ in der Gerichtspraxis jahrzehntelang ein Schattendasein.⁴¹ Erst seit Beginn der Achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts sind wieder vereinzelt Prozesse auf Grundlage der spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände zu verzeichnen.⁴² Ganz im Gegensatz dazu steht die Vielzahl der Urteile zur Prospekthaftung jenseits der klassischen Wertpapieremissionen. Diese sog. bürgerlichrechtliche oder auch allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung wurde in engem

gerade im Hinblick auf den Ausgabebetrag des Wertpapiers getroffen worden seien, vgl. Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 78; krit. unter Verweis auf die Möglichkeit einer monatelangen „Anlagestimmung“ Hamann, in: F. Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz u.a. (1999), §§ 45, 46 n.F. BörsG Rn. 51.

³⁷ Seit 2002: ein Jahr. Zur Vereinheitlichung der kapitalmarktrechtlichen Verjährungsvorschriften durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz siehe auch unten S. 537.

³⁸ Trotz der leicht missverständlichen Formulierung „nach deren erstmaliger Einführung“ sind selbstverständlich auch die Erwerber im Primärmarkt anspruchsberechtigt, vgl. Gerber, Prospekthaftung (2001), S. 113.

³⁹ Zur Auslegung dieser Vorschrift Klühs, BKR 2008, 154.

⁴⁰ Die letzte Entscheidung war RGZ 80, 196.

⁴¹ Vgl. Assmann, Prospekthaftung (1985), S. 65 ff., der auch über die Gründe dafür spekuliert.

⁴² BGH NJW 1982, 2823 und 2827 (jeweils zu § 45 BörsG a.F.). Die ersten obergerichtlichen Gerichtsurteile zur investimentrechtlichen Prospekthaftung stammen erst aus neuester Zeit, vgl. BGH NJW-RR 2005, 772; OLG Frankfurt NJOZ 2005, 4601 (jeweils zu § 20 KAGG).

zeitlichen Zusammenhang mit dem Scheitern des Vermögensanlagengesetzes vom II. Zivilsenat des BGH im Hinblick auf die Verkaufsprospekte für Kommanditanteile an Publikumskommanditgesellschaften begründet.⁴³ Später wurde ihre Anwendung auf andere Bereiche des „Grauen Kapitalmarkts“ ausgedehnt, so auf die Beteiligung an Bauträger-⁴⁴ und Bauherrenmodellen⁴⁵ einschließlich des sog. Hamburger Modells,⁴⁶ die Beteiligung als stiller Gesellschafter⁴⁷ und auch auf den Erwerb von Aktien außerhalb der geregelten Märkte.⁴⁸ Im Ergebnis unterlag jegliche Form von Beteiligungs-Kapitalanlagen, die nicht bereits in den Anwendungsbereich einer spezialgesetzlichen Prospekthaftung fiel, der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung;⁴⁹ während sich eine solche im Bereich der Devisen- und Warentermingeschäfte erst in jüngster Zeit zu etablieren scheint.⁵⁰ Die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung gliederte sich ihrerseits in die Prospekthaftung im engeren Sinne und im weiteren Sinne.⁵¹ Erstere gleicht in ihrer Funktion der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, es handelt sich um die Haftung der Prospektverantwortlichen für unrichtige oder unvollständige Prospekte.⁵² Letztere stellt eine Ausprägung der culpa in contrahendo dar und bezieht sich auf die Haftung im Falle der Inanspruchnahme besonderen persönlichen Vertrauens etwa durch Anlageberater oder -vermittler.⁵³ Der vielleicht wichtigste Unterschied zu der spezialgesetzlichen Prospekt-

⁴³ Grundlegend BGHZ 71, 284; 72, 382; 76, 231; 77, 172; 79, 337; 83, 222; 84, 141.

⁴⁴ BGHZ 145, 121.

⁴⁵ BGHZ 111, 314, 316 ff.; BGH WM 1991, 1658; BGH WM 1991, 13; BGH NJW 1995, 1025.

⁴⁶ BGHZ 115, 213, 218.

⁴⁷ BGH NJW-RR 2004, 1407.

⁴⁸ BGHZ 123, 106.

⁴⁹ Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 97; Förster, Prospekthaftung (2002), S. 52; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB³¹ (2003), Anh § 177a Rn. 60; ders., in: FS BGH (2000), Bd. II, S. 497, 527; Kiethe, ZIP 2000, 216, 219.

⁵⁰ Vgl. zunächst BGH NJW 1981, 2810, 2811 und NJW 1987, 641, 643 (nicht anwendbar auf den Vertrieb von Warenterminoptionen); dann BGH NJW 1995, 1025 (offengelassen für Devisen- und Warenterminkontrakte) und schließlich BGH NJW-RR 2005, 23, 25 f. (Prospekthaftung im engeren Sinne kommt in Betracht beim Handel mit Terminkontrakten auf den Deutschen Aktien Index).

⁵¹ Zur Abgrenzung siehe BGHZ 83, 222, 227.

⁵² Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 14, 99; Coing, WM 1980, 206, 208 ff.; Ehricke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 191; Emmerich, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 182; Eyles, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 3; Grumann, BKR 2002, 310, 311.

⁵³ Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 15, 100; Ehricke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 191; Emmerich, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 209 f.; Eyles, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 3; Förster, Prospekthaftung (2002), S. 8; Grumann, BKR 2002, 310 f.

haftung liegt darin, dass nach der Rechtsprechung des BGH für die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung einfache Fahrlässigkeit ausreicht und auch § 278 BGB Anwendung findet.⁵⁴ Durch die Entwicklung der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung, die der BGH bewusst an die culpa in contrahendo und nicht an die spezialgesetzlichen Vorbilder angelehnt hat,⁵⁵ entstand eine „Zweigleisigkeit“ der Prospekthaftung in Deutschland.⁵⁶

gg) Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz 2004⁵⁷ wurde die Unterscheidung zwischen bürgerlichrechtlicher und spezialgesetzlicher Prospekthaftung dergestalt eingeebnet, dass nun für nahezu alle Anlageformen⁵⁸ des früheren „Grauen Kapitalmarkts“ eine gesetzliche Prospekthaftung durch den Verweis des § 13 VerkProspG n.F. auf die börsengesetzliche Prospekthaftung der §§ 44 ff. BörsG geschaffen wurde. Die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne soll dagegen von der Reform unberührt bleiben.⁵⁹ Gleichzeitig wurde mit § 13a VerkProspG erstmalig eine Haftung dafür vorgesehen, Wertpapiere oder Vermögensanlagen i.S.v. § 8f VerkProspG öffentlich anzubieten, ohne zuvor einen Prospekt veröffentlicht zu haben.

Als Ergebnis einer Rechtsentwicklung von mehr als 100 Jahren haben sich also zwei Tatbestände – § 44 BörsG und § 127 InvG für unrichtige

⁵⁴ BGHZ 71, 284, 291; 72, 382, 388; 79, 337, 345; 84, 141, 143. Zustimmend *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 366; *ders.*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 183; *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 235; *Eyles*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 85; *Köndgen*, AG 1983, 120, 128; *Pleyer/Hegel*, ZIP 1985, 1370, 1374. Ablehnend *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2294; *Coing*, WM 1980, 206, 212.

⁵⁵ Siehe nur BGHZ 71, 284; 72, 382. Bei der Verjährung nahm der BGH allerdings eine ausdrückliche Anleihe bei den §§ 20 Abs. 5 KAGG, 12 Abs. 5 AuslInvestG (inzwischen § 127 Abs. 5 InvG), vgl. BGHZ 83, 222, 227.

⁵⁶ *Assmann*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 1 ff., 8 ff.; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 50; *Köndgen*, AG 1983, 85, 87. Demgegenüber ist bei *Assmann*, in: FG Kübler (1997), S. 317, 324 von einer „Mehrspurigkeit“ die Rede.

⁵⁷ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBI. I, S. 2630.

⁵⁸ Erfasst werden nur „Unternehmensbeteiligungen“, weshalb etwa partiarische Darlehen ausgenommen sein sollen, vgl. Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 42. Ebenfalls nicht erfasst von dieser Definition sind Devisen- und Warentermingeschäfte sowie Bauträgermodelle (Bauherrenmodelle fallen dagegen unter § 8f VerkProspG). Hier dürfte der Hauptanwendungsbereich einer verbleibenden bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung liegen, vgl. *Heinrichs*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 280 Rn. 54a.

⁵⁹ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 44.

oder unvollständige Prospekte einerseits und § 13a VerkProspG für fehlende Prospekte andererseits – herausgebildet, die direkt oder über Verweisungen nahezu den gesamten Bereich der Haftung für den öffentlichen Vertrieb von Kapitalanlagen in Deutschland einheitlichen Maßstäben unterwerfen.

hh) Gescheitertes Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz

Der 2004 unternommene Versuch, mittels eines *Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes*⁶⁰ den Kreis der Prospekthaftpflichtigen um die „Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten“ einerseits und um „Dritte, die bei der Erstellung der unvollständigen oder unrichtigen Angaben mitgewirkt und hierfür im Prospekt ausdrücklich die Verantwortung übernommen haben“ andererseits zu erweitern, ist dagegen – zumindest vorläufig – gescheitert.

b) Rechtsdogmatische Einordnung der Prospekthaftung in der Literatur

Bereits kurz nach Einführung des ersten Prospekthaftungstatbestands begann der Streit um die rechtstheoretische Verortung dieses neuen Haftungsinstituts. Nachdem zunächst vertragsrechtliche Ansätze dominierten und teilweise auch deliktische Ansätze vertreten wurden, setzte sich später die Meinung durch, es handele sich um einen (Vertrauens-)Haftungstatbestand zwischen Vertrag und Delikt. Teilweise wurde die Rechtsnatur der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung in einer Analogie zur spezialgesetzlichen Prospekthaftung gesehen;⁶¹ eine Ansicht, die – solange wiederum die Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung nicht geklärt ist – das Problem nur auf eine Ebene höher verlagert und seit der gesetzlichen Verankerung der früheren bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung in § 13 VerkProspG ihrer Grundlage entbehrt.

aa) Vertragsrechtliche Einordnungsansätze

Zunächst überwogen die vertragsrechtlichen Interpretationsansätze.⁶² Eine frühe Kommentierung des § 45 BörsG 1908 wies darauf hin, dass eine Haftung nach allgemeinem Vertragsrecht zwar nicht begründet sei, verstand die neue Vorschrift aber als eine „ihrem Wesen nach mehr einer kontraktlichen als einer deliktischen verwandt[e] und daher im allgemeinen (als ‚quasikontraktliche‘) nach den Grundsätzen des Vertragsrechts zu

⁶⁰ Vgl. Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), NZG 2004, 1042.

⁶¹ Z.B. *Coing*, WM 1980, 206, 211.

⁶² Übersicht bei *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 40 ff.

behandeln[de]“ Haftung.⁶³ In etwas anderer Weise begriffen späteren Interpretationen die Prospekthaftung (insbesondere die investmentrechtliche) als ein erweitertes Rücktrittsrecht.⁶⁴ Wiederum einen anderen Ansatzpunkt im Rahmen rechtsgeschäftlicher Begründungsansätze wählt die Prospekthaftungstheorie von *Köndgen*, wonach es sich bei Prospektangaben um ein in Selbstbindungsabsicht abgegebenes Qualitätsversprechen handele.⁶⁵

bb) Deliktsrechtliche Einordnungsansätze

Ebenfalls sehr früh wurde die Auffassung vertreten, die Prospekthaftung sei deliktsrechtlicher Natur.⁶⁶ Auch hier variieren die im Einzelnen gewählten Ansatzpunkte. *Wiedemann/Schmitz* versuchten, die (bürgerlichrechtliche) Prospekthaftung im Wege einer Rechtsfortbildung des deliktischen Wettbewerbsrechts zu begründen.⁶⁷ Wogegen *Assmann* die Prospekthaftung als eine Haftung für die Verletzung deliktischer kapitalmarktbezogener Verkehrspflichten begriff.⁶⁸

Unbestritten war die deliktische Natur der Haftung nur beim gänzlich *fehlenden Prospekt*. Vor Erlass des § 13a VerkProspG wurde eine analoge

⁶³ *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 I (S. 191).

⁶⁴ *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz, Investment (Loseblatt: Stand 06/2002), § 12 AuslInvestG Rn. 4; siehe auch Begr. RegE AuslInvestG, BT-Drucks. V/3494, S. 23 („Es soll [dem Käufer der Investmentanteile] die Möglichkeit offenstehen, sich unter Rückgewähr der jeweiligen Leistungen von dem Vertrag zu lösen.“); Begr. RegE VermögensanlagenG, BT-Drucks. 8/1405, S. 16 („Die Prospekthaftung [...] stellt sich als eine Art modifiziertes Rücktrittsrecht dar.“). Gegen die rücktrittsrechtliche Interpretation von Prospekthaftungsansprüchen *Gebauer*, Börsenprospekthaftung (1999), S. 76.

⁶⁵ *Köndgen*, AG 1983, 85, 91; allgemeiner *ders.*, Selbstbindung ohne Vertrag (1981), S. 187 ff. Ähnlich (obwohl hinsichtlich ihrer dogmatischen Zuordnung nicht genauer erläutert) auch die Einordnung als „Erklärungshaftung“ bei *Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich*, ZHR 138 (1975), 1, 44.

⁶⁶ *Heim*, Rechtsstellung des Emissionshauses (1909), S. 70. Ebenfalls einen deliktsrechtlichen Ansatz vertreten *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 37; *Frohne*, Prospektpflicht (1974), S. 66, 346; *Gebauer*, Börsenprospekthaftung (1999), S. 77 ff.; *Hopt*, in: FS W. Lorenz (1991), S. 413, 419 (zur kollisionsrechtlichen Anknüpfung); *Kiss*, WM 1999, 117, 123; *Köndgen*, AG 1983, 120, 125 (für die Haftung der Emissionsbank); *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 8.80; *Roller*, Prospekthaftung (1991), S. 161 ff. (rechtsvergleichend). Einen Überblick über die deliktsrechtlichen Begründungsansätze gibt *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 47 ff.

⁶⁷ *Wiedemann/Schmitz*, ZGR 1980, 129, 143 f.; vgl. neuerdings auch *Lettl*, ZGR 2003, 853, zur wettbewerbswidrigen Ad-hoc-Mitteilung, der allerdings den Anlegern aufgrund des abschließenden Charakters der §§ 37b, 37c WpHG insoweit keine deliktischen Schadensersatzansprüche zuerkennen will (vgl. *Lettl*, a.a.O., S. 872).

⁶⁸ *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 252 ff.; 273 ff.; *ders.*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 39 f. Zuvor bereits v. *Bar*, ZGR 1983, 476, 510 ff.

Anwendung des § 13 VerkProspG von der ganz h.M. abgelehnt.⁶⁹ Stattdessen sollten diejenigen, die zur Veröffentlichung des Prospekts verpflichtet waren, nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 1 VerkProspG haften.⁷⁰

cc) Vertrauenshaftungsrechtliche Einordnungsansätze

Demgegenüber verstand die h.M. zur Rechtslage vor Erlass des Anleger-schutzverbesserungsgesetzes die Prospekthaftung für unrichtige oder unvollständige Prospekte in Anlehnung an *Canaris* als eine Form der Vertrauenshaftung zwischen Vertrag und Delikt.⁷¹ Bezüglich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung konnte insoweit auf die Herleitung aus der culpa in contrahendo⁷² und die Rechtsfigur der „Sachwalterhaftung“⁷³ verwiesen werden, während die spezialgesetzliche Prospekthaftung als eine kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung⁷⁴ verstanden wurde.

c) Prospekthaftung als deliktischer Tatbestand

Die Rechtsnatur der Prospekthaftung bedarf nach der Neuordnung der Haftungstatbestände durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz einer

⁶⁹ Assmann, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG (2001), § 13 Rn. 12; Dittrich, Privatplatzierung (1998), S. 166; Ellenberger, Prospekthaftung (2001), S. 111; Gerber, Prospekthaftung (2001), S. 177 f.; Groß, Kapitalmarktrecht² (2002), § 13 VerkProspG Rn. 8; Hamann, in: F. Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz u.a. (1999), § 13 VerkProspG a.F. Rn. 8; Hauptmann, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 3 Rn. 208; Heidelberg, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 1 VerkProspG Rn. 45; J. Hüffer, Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (1996), S. 156; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 7.134; Schäfer, ZIP 1991, 1557, 1565.

⁷⁰ Assmann, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG (2001), § 13 Rn. 12; Ellenberger, Prospekthaftung (2001), S. 112; Gerber, Prospekthaftung (2001), S. 179; Hauptmann, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 3 Rn. 208; Heidelberg, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 1 VerkProspG Rn. 45; J. Hüffer, Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (1996), S. 158 ff.; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 7.134.

⁷¹ *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2277; ders., in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 92 f.; siehe auch Bröcker, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht⁴ (2008), § 6 Rn. 94; Coing, WM 1980, 206, 211; Ellenberger, Prospekthaftung (2001), S. 9 f.; Groß, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 9; Hamann, in: Schäfer/Hamann, KMG (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 36; Horst, Kapitalanlegerschutz (1987), S. 8; Lehmann, WM 1985, 181, 183 f., 185; Ochs, Die einheitliche kapitalmarktrechtliche Prospekthaftungstheorie (2005), S. 168; Siol, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch³ (2007), Bd. I, § 45 Rn. 27; Schwark, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 7.

⁷² Ehrlicke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 191; Ellenberger, Prospekthaftung (2001), S. 6; Löwisch, in: Staudinger (2005), § 311 Rn. 157; Siol, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch³ (2007), Bd. I, § 45 Rn. 27.

⁷³ Eisenhardt, Kapitalanlegerschutz und Schadensersatz (1978), S. 26 ff.

⁷⁴ Formulierung von *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2277.

neuen Bestimmung, die, losgelöst von den Zwängen der verschiedenen Entwicklungsstränge und Konkurrenzprobleme, die Prospekthaftung als einen umfassenden Tatbestand der Haftung für Informationsrechtsverletzungen beim öffentlichen Vertrieb jedweder Art von Kapitalanlagen erklären kann.

aa) Entwicklung der herrschenden Meinung

Die herrschende Interpretation der Prospekthaftung als Vertrauenshaftung lässt sich am besten verstehen, wenn man die rechtshistorischen Rahmenbedingungen betrachtet, unter denen sich diese Ansicht herausgebildet hat. Zunächst wurde die Einordnung der gesetzlichen Prospekthaftung als Vertrauenshaftung nur von *Canaris* propagiert.⁷⁵ Erst nachdem der BGH die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung aus der culpa in contrahendo entwickelt hatte⁷⁶ und *Canaris* diese Herleitung zur Bestätigung seiner Theorie von § 45 BörsG a.F. erklärte,⁷⁷ setzte sich – insbesondere im Hinblick auf eine einheitliche rechtsdogmatische Begründung der Prospekthaftung⁷⁸ – die Vertrauenshaftungstheorie auch in Bezug auf die gesetzlichen Tatbestände als Erklärungsmodell durch.⁷⁹ Es ist sicher kein Zufall, dass der BGH im Rahmen der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung einen Ansatz, der möglichst weit von den damals herrschenden Interpretationen des § 45 BörsG a.F. als „gesetzliche“⁸⁰ oder „deliktische“⁸¹ Haftung entfernt war, und nicht den Weg einer Analogie zu den spezialgesetzlichen Vorschriften⁸² gewählt hat. Unmittelbar nach dem Scheitern des Vermögensanlagen-gesetzes⁸³ lag die erste Voraussetzung für eine Analogie, das Erfordernis einer *planwidrigen* Regelungslücke,⁸⁴ offensichtlich nicht vor.⁸⁵ Unabhän-

⁷⁵ *Canaris*, in: Großkomm. HGB³ (1975), Anh. nach § 357 Anm. 1071.

⁷⁶ Nachweise in Fn. 43.

⁷⁷ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 93. Dagegen etwa *Coing*, WM 1980, 206, 211, der die Prospekthaftung zwar auch als „Vertrauenshaftung“ begreift, jedoch die Herleitung aus culpa in contrahendo ablehnt.

⁷⁸ So bereits die Forderung von *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 434 f. nach einer allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Prospekthaftung.

⁷⁹ Vgl. die Nachweise in Fn. 71.

⁸⁰ *Schwark*, BörsG (1976), §§ 45, 46 Rn. 19 („Vergleichbarkeit mit unerlaubter Handlung“).

⁸¹ *Frohne*, Prospektspflicht (1974), S. 66, 346.

⁸² So die Forderung von *Coing*, WM 1980, 206, 211.

⁸³ Dazu oben S. 13.

⁸⁴ Dazu *Canaris*, Feststellung von Lücken im Gesetz² (1983), S. 31 ff.; *Engisch*, Einführung⁸ (1983), S. 141 ff.; *Larenz*, Methodenlehre⁴ (1979), S. 358.

⁸⁵ Vgl. *Littbarski*, NJW 1984, 1667, 1670, der dem BGH vor diesem Hintergrund ein Überschreiten der Grenzen einer noch zulässigen richterlichen Rechtsfortbildung vorwirft.

gig von der Frage ihrer sachlichen Richtigkeit⁸⁶ lässt sich damit festhalten, dass das Aufkommen der Vertrauenshaftungstheorie der Prospekthaftung durch die historischen Umstände erheblich begünstigt wurde. Nachdem sich der Gesetzgeber nun entschlossen hat, die ehemals bürgerlichrechtliche Prospekthaftung nicht etwa im Sinne des Ansatzes von Rechtsprechung und *Canaris* in § 311 BGB,⁸⁷ sondern in den §§ 13 VerkProspG, 44 BörsG zu positivieren, darf eine moderne Theorie der Prospekthaftung nicht im Morast der verschlungenen rechtshistorischen Entwicklungspfade stecken bleiben, sondern ist zu einer an der Sachproblematik ausgerichteten Wegbegradigung aufgerufen.

bb) Vereinheitlichungstendenzen

Dabei ist zunächst ist eine erhebliche Konvergenz der Prospekthaftungstatbestände zu konstatieren. Dies ist augenfällig bei allen Varianten der Prospekthaftung, die auf § 44 BörsG als Anspruchsgrundlage verweisen (vgl. § 13 VerkProspG). Auch die börsengesetzliche Prospekthaftung in § 44 BörsG einerseits und die investimentrechtliche Prospekthaftung in § 127 InvG andererseits haben ihr prägnantestes Unterscheidungsmerkmal verloren, seit die börsengesetzliche Haftung ebenfalls auf die „Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises“ gerichtet ist. Desgleichen ist der jüngste Prospekthaftungstatbestand, die Haftung für die pflichtwidrig unterlassene Veröffentlichung eines Prospekts gemäß § 13a VerkProspG, der Haftung für fehlerhafte Prospekte nachgebildet⁸⁸ und greift bekannte Topoi der bestehenden Tatbestände auf, wie etwa die Beschränkung der Haftungsdauer auf sechs Monate. Es wäre daher, nicht nur aus Gründen der Einheit der Rechtsordnung,⁸⁹ verfehlt, die verschiedenen Spielarten der Prospekthaftung hinsichtlich ihrer Rechtsnatur unterschiedlich qualifizieren zu wollen. Eine Ausnahme gilt allerdings bezüglich der sog. Prospekthaftung im weiteren Sinne, die teilweise auch treffender als „uneigentliche Prospekthaftung“ bezeichnet wird.⁹⁰ Hierbei handelt es sich um eine Variante der Haftung für fehlerhafte Anlageberatung und -vermittlung, die ihren Namen nur dem Umstand verdankt, dass im Rahmen von fehlerhaften Beratungs- oder Vermittlungsgesprächen Prospekte eingesetzt wurden, deren Inhalt sich das Vertriebspersonal zu eigen gemacht

⁸⁶ Dazu sogleich auf S. 23 ff.

⁸⁷ Gegen eine Kodifizierung der Prospekthaftung in einer allgemeinen Regelung des BGB bereits *Medicus*, in: BMJ, Gutachten zur Überarbeitung des Schuldrechts (1981), Bd. I, S. 479, 540, 545.

⁸⁸ Vgl. Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 44.

⁸⁹ So bereits *Köndgen*, AG 1983, 85, 87.

⁹⁰ *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 209; *Heinrichs*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 280 Rn. 55.

hatte.⁹¹ Spätestens seitdem sich die Prospekthaftung im engeren Sinne in die §§ 13 VerkProspG, 44 BörsG aufgelöst hat, sollte die irreführende Bezeichnung einer, ihrem dogmatischen Kern nach (vor-)vertraglichen Haftung für unterlassene oder fehlerhafte Aufklärung als „Prospekthaftung“ aufgegeben werden. Denn die Haftung für unvollständige oder fehlerhafte Prospekte knüpft primär an die Erstellung und Veröffentlichung ebendieser Prospekte an und nicht an ihren späteren Einsatz im Rahmen individueller Beratungen.⁹²

cc) Probleme des Vertrauenshaftungskonzepts

Dies ist nicht der Ort für eine umfassende Kritik des Vertrauenshaftungskonzepts. Die Qualifikation der Prospekthaftungstatbestände als „Vertrauenshaftung“ ist jedoch wenig überzeugend.⁹³ Zunächst ist es auch nach mehreren Jahrzehnten der Vertrauenshaftungstheorie nicht gelungen, ihre dogmatische Stellung zwischen Vertrag und Delikt plausibel zu begründen. Die klassische Begründungsformel der Vertrauenshaftung als „Verpflichtung durch Gewährung in Anspruch genommenen Vertrauens“ war von ihrem Schöpfer *Ballerstedt* zur Begründung einer „zweiten Grundform“ von Rechtsgeschäften (neben den auf Willenserklärungen basierenden) entwickelt worden.⁹⁴ Demgegenüber versteht der *Spiritus Rector* der Vertrauenshaftung, *Canaris*, diese ausdrücklich als gesetzliche Haftung und verwahrt sich gegen alle Versuche, die Rechtsgeschäftslehre so auszubauen, dass sie die Vertrauenshaftung in sich aufnehmen könnte.⁹⁵ Als gesetzliche Haftung stehe die Vertrauenshaftung gleichwertig neben Vertrags- und Deliktshaftung.⁹⁶ Das Grundproblem der Vertrauenshaftung als eigenständige dogmatische Kategorie zur *Begründung von Haftung* liegt darin, dass der Umstand, dass entweder im konkreten Fall personales Vertrauen oder im Rechtsverkehr allgemeiner typisches Vertrauen gewährt wird, noch nichts darüber aussagt, ob und inwieweit dieses Vertrauen be-

⁹¹ Vgl. BGHZ 74, 103, 109; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlage-rechts³ (2007), § 6 Rn. 138.

⁹² Zum Unterschied ausführlich unten S. 172.

⁹³ Vgl. bereits die ausführliche Abhandlung bei *Roller*, *Prospekthaftung* (1991), S. 148 ff.

⁹⁴ *Ballerstedt*, AcP 151 (1950/1951), 501, 507. Seine Lehre lehnt sich stark an das Modell des Vertragsschlusses an, so betont er, dass es sich um einen zweiseitigen Tatbestand handle, bei dem der eine Teil durch sein Verhalten das Vertrauen erwecke und der andere Teil in eben dieses Verhalten Vertrauen gewähre (vgl. *Ballerstedt*, a.a.O., dort Fn. 17).

⁹⁵ *Canaris*, *Vertrauenshaftung* (1971), S. 428 ff. insbesondere S. 430.

⁹⁶ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 93.

rechtigt, das heißt rechtlich zu honorieren ist.⁹⁷ Vertrauen kann in manchen Konstellationen, so etwa beim Mitverschulden,⁹⁸ sogar haftungsbegrenzend wirken. Denn letztlich ist Vertrauen selbst kein Rechtsgrund, sondern eine subjektive Erwartungshaltung, die objektiv in kooperatives Verhalten münden kann.⁹⁹ Das Recht gewährt eine Haftung für die Enttäuschung dieser Erwartungshaltung nur dann, wenn das Vertrauen schutzwürdig ist. Wann dies der Fall ist, bestimmt sich gerade nicht aus der Sicht des Vertrauenden,¹⁰⁰ sondern danach, welche Verhaltensweisen des Schädigers die Rechtsordnung unterbinden möchte. Das wird ganz deutlich, wenn man bedenkt, dass die Vertrauenshaftung ein tatsächliches Vertrauen gar nicht voraussetzt.¹⁰¹ Es soll vielmehr ein „typisches“ Vertrauen gegenüber denjenigen genügen, von denen aufgrund ihrer Stellung und Eigenschaft persönliche Zuverlässigkeit erwartet wird.¹⁰² Entscheidend ist also die Stellung oder Eigenschaft. Diese kann sich aber nicht ihrerseits durch das Vertrauen eines Dritten ergeben,¹⁰³ vielmehr sind es (durch die Rechtsordnung heteronom auferlegte oder privatautonom eingegangene) Pflichten, die eine solche Stellung und das darauf basierende Vertrauen begründen. Das Vertrauen ist deshalb „berechtigt“, weil das Recht Haftungsfolgen an

⁹⁷ *Hopt*, AcP 183 (1983), 608, 641; vgl. auch *Grannemann*, Prospektherausgeberhaftung (1988), S. 67; *Picker*, AcP 183 (1983), 369, 418 ff.; *Roller*, Prospekthaftung (1991), S. 154; v. *Bar*, ZGR 1983, 476, 499 f.

⁹⁸ Vgl. etwa BGH NJW-RR 1998, 948, 949 (übermäßiges Vertrauen führt zu haftungsbeschränkendem Mitverschulden bei der Haftung aus culpa in contrahendo).

⁹⁹ Vgl. *Ripperger*, Ökonomik des Vertrauens (1998), S. 5 ff. m.w.N. sowie S. 45. Im juristischen Zusammenhang folgt daraus, dass das Vertrauen richtig bei der Zurechnung eines Schadens zur pflichtwidrigen Handlung verortet ist: Ein Auskunftsempfänger erleidet nur dann einen kausalen Schaden, wenn er auf die Richtigkeit der Auskunft vertraut, vgl. BGH NJW 1979, 1599, 1600; *Schiemann*, in: FS Gernhuber (1993), S. 387, 404 (beide zu § 826 BGB).

¹⁰⁰ Wie wäre es sonst zu rechtfertigen, dass etwa im Rahmen der Prospekthaftung die Haftung (erst) bei positiver Kenntnis des Prospektfehlers entfällt, § 45 Abs. 2 Nr. 3 BörsG – ein Umstand, der nach *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2277 die Zugehörigkeit der Prospekthaftung zur Vertrauenshaftung belegen soll –, das Vertrauen also sehr weitgehend geschützt wird, obwohl die Haftung einen rechtsgeschäftlichen Kontakt nicht voraussetzt, während im Rahmen der culpa in contrahendo, also bei engem persönlichen Kontakt und mutmaßlich größerem Vertrauen, § 254 Abs. 1 BGB Anwendung findet – vgl. nur *Oetker*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 254 Rn. 9 – und somit bereits „fahrlässiges Mitverschulden“ anspruchverkürzend wirkt.

¹⁰¹ Plakativ v. *Bar*, ZGR 1983, 476: „Vertrauenshaftung ohne Vertrauen“.

¹⁰² Vgl. BGHZ 71, 284, 287; 72, 382, 385. Eine ganz ähnliche Struktur weist die sog. „Anlagestimmung“ auf, wonach der Anleger den Nachweis einer persönlichen Kenntnis von Prospektmängel (mutatis mutandis: eines tatsächlichen Vertrauens) nicht zu führen braucht, dazu unten S. 524. Hier zeigt sich erneut, dass es auch beim „Vertrauen“ um eine Frage der (kausalen) Zurechnung geht.

¹⁰³ Zur Gefahr eines *Circulus vitiosus* in diesem Zusammenhang bereits v. *Bar*, ZGR 1983, 476, 500.

die Verletzung dieser Pflichten knüpft. Der Grund für die „Vertrauenshaftung“ liegt somit darin, dass der Haftende ein bestimmtes Verhalten an den Tag legt, das die Rechtsordnung missbilligt.¹⁰⁴ Sofern es sich um ein Verhalten handelt, mit dem sich der Schädiger zu gesetzlich auferlegten Pflichten¹⁰⁵ in Widerspruch setzt, handelt sich um funktionelles Deliktsrecht.¹⁰⁶

dd) Prospekthaftung als Spezialdeliktsrecht

Ein Verständnis der Prospekthaftung als Spezialdeliktsrecht entspricht einer international weit verbreiteten Interpretation¹⁰⁷ und ist auch im deutschen Recht, anders als die Gegner einer deliktsrechtlichen Einordnung meinen, die auf den abschließenden Charakter der Tatbestände der §§ 823 ff. BGB verweisen,¹⁰⁸ keineswegs eine Novität. So sind deliktische Spezialtatbestände in anderen Bereichen des Wirtschaftsrechts gang und gäbe. Im Recht des Geistigen Eigentums enthalten etwa die § 24 Abs. 2 S. 1 GebrMG, § 42 Abs. 2 S. 1 GeschmMG, § 14 Abs. 6 MarkenG, § 139 Abs. 2 S. 1 PatG, § 97 Abs. 1 S. 1 UrhG, im Kartellrecht § 33 Abs. 3 S. 1 GWB und im Lauterbarkeitsrecht § 9 S. 1 UWG deliktische Schadensersatztatbestände. Wie § 9 UWG und § 33 GWB a.F. zeigen, deren Schadensersatzregelungen § 823 Abs. 2 BGB nachgeformt sind bzw. waren,¹⁰⁹ geht es dabei nicht nur um den Schutz absoluter Rechte. Allen diesen Tatbeständen ist gemein, dass sie ergänzende Regeln, meist im Bereich der Schadensberechnung oder des Verschuldens, vorsehen. Genau dies ist bei §§ 44, 45 BörsG, § 127 InvG und § 13a VerkProspG der Fall. Auch das Argument, die Prospekthaftung sei weder in ihrer dogmatischen Struktur noch hinsichtlich ihres Unrechtsgehalts mit dem geltenden Deliktsrecht

¹⁰⁴ Vgl. *Flume*, Das Rechtsgeschäft⁴ (1992), S. 132 f.

¹⁰⁵ Im Gegensatz zu den aus seinem bekundeten Willen, einen Vertrag zu schließen erwachsenden bzw. den vertraglich begründeten Pflichten.

¹⁰⁶ Vgl. *Köndgen*, AG 1983, 85, 90; *Kreuzer*, JZ 1976, 778, 780; *Larenz*, in: FS Ballerstedt (1975), S. 397, 399; *Mertens*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 823 Rn. 466, 469, 472; *Stoll*, in: FS v. Caemmerer (1978), S. 435, 452.; *ders.*, in: FS Flume (1978), Bd. I, S. 741, 752 (rechtsvergleichend); v. *Bar*, Verkehrspflichten (1980), S. 221 ff., 312 ff.; *ders.*, in: BMJ, Gutachten zur Überarbeitung des Schuldrechts (1981), Bd. II, S. 1681, 1721.

¹⁰⁷ *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung (2005), S. 9, 44 f.

¹⁰⁸ *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2276; *Ellenberger*, Prospekthaftung (2001), S. 9; *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, KMG (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 34; *Schwark*, in: *ders.*, KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 7.

¹⁰⁹ Grundlegend *Schmiedel*, Deliktobligationen (1974), S. 1 ff.; für § 33 GWB a.F.: *Emmerich*, in: Immenga/Mestmäcker, GWB³ (2001), § 33 Rn. 1. Allgemeiner *Köhler*, in: Hefermehl/Köhler/Bornkamm, Wettbewerbsrecht²⁵ (2007), § 9 UWG Rn. 1.2 („Sonderdeliktsrecht“). Siehe auch *Brüggemeier*, Deliktsrecht (1986), S. 80.

vergleichbar,¹¹⁰ kann nicht (mehr) überzeugen, wenn sogar § 31 WpHG als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB eingeordnet und zur Begründung deliktischer Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Anlageberatung herangezogen wird.¹¹¹ Schließlich ist es kein Gegenargument, auf die Öffnungsklauseln in §§ 47 Abs. 2 BörsG, 13a Abs. 6 S. 2 VerkProspG zu verweisen, wonach weitergehende Ansprüche, die u.a. auf Grund von vorsätzlichen (bei § 47 Abs. 2 BörsG auch grob fahrlässigen) unerlaubten Handlungen erhoben werden können, unberührt bleiben.¹¹² Einerseits zeigt ein Vergleich mit § 127 InvG, der einen entsprechenden Vorbehalt nicht enthält, dass diese Regelungen nur deklaratorische Bedeutung haben, da auch im Investmentrecht konkurrierende allgemein-deliktsrechtliche Ansprüche neben der Spezialnorm bestehen.¹¹³ Andererseits werden nur *weitergehende* Ansprüche nicht verdrängt, eine Eigenheit, die die Prospekthaftung mit anderen spezialdeliktsrechtlichen Normen teilt,¹¹⁴ ohne dass deren systematische Einordnung dadurch in Frage stünde.

ee) Deliktsrechtliche Struktur der Prospekthaftung

Strukturell ist die Prospekthaftung eine Haftung für die Verletzung gesetzlicher Pflichten, die den Schutz Einzelner bezwecken, ähnlich § 823 Abs. 2 BGB. Die Haftung für die Verletzung drittschützender Pflichten, wie sie prototypisch in § 823 Abs. 2 BGB niedergelegt ist, trägt der Möglichkeit des Gesetzgebers Rechnung, vielfältige und im Laufe der Zeit wechselnde Vorschriften zum Schutz vor Schäden zu erlassen und basiert damit letztlich auf dem Demokratieprinzip.¹¹⁵ Mit der Veröffentlichung des Prospekts entsteht ein gesetzliches Schuldverhältnis zwischen den für den Prospekt Verantwortlichen und den Anlegern.¹¹⁶ Seit dem Anlegerschutzver-

¹¹⁰ So *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2276.

¹¹¹ Dazu unten S. 317.

¹¹² Nach § 48 Abs. 2 BörsG a.F. waren nur konkurrierende *vertragliche* Ansprüche ausgeschlossen. Zum Streitstand bezüglich eines Ausschlusses von deliktischen Ansprüchen unter dieser Regelung vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlage-rechts² (1997), § 7 Rn. 236.

¹¹³ *Baur*, Investmentgesetze² (1997), § 20 KAGG Rn. 43 f.; § 12 AuslInvestG Rn. 18; *Horst*, Kapitalanlegerschutz (1987), S. 33.

¹¹⁴ Vgl. *Emmerich*, in: *Immenga/Mestmäcker*, *GWB*⁴ (2007), § 33 Rn. 113; *Köhler*, in: *Hefermehl/Köhler/Bornkamm*, *Wettbewerbsrecht*²⁵ (2007), § 9 UWG Rn. 1.2.

¹¹⁵ *Canaris*, *VersR* 2005, 577, 581. Damit relativiert *Canaris* die Überzeugungskraft seiner Aussage aus dem Jahr 1981, die Prospekthaftung sei von ihrer dogmatischen Struktur und ihrem Unrechtsgehalt mit dem geltenden Deliktsrecht nicht vergleichbar (siehe den Haupttext vor und den Nachweis in Fn. 110). Denn wenn das „geltende Deliktsrecht“ maßgeblich aus solchen Vorschriften besteht, die der Gesetzgeber zum Schutz vor Schäden erlassen hat, so sind keine Gründe ersichtlich, weshalb nicht auch die Prospekthaftungsvorschriften dazuzählen sollten.

¹¹⁶ *Lenenbach*, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht* (2002), Rn. 7.133.

besserungsgesetz sind die für die Prospekthaftung relevanten Pflichten nahezu vollständig gesetzlich statuiert. Am umfassendsten ist die Regelung in der Generalklausel des § 5 Abs. 1 S. 1 WpPG, wonach der Prospekt in leicht analysierbarer und verständlicher Form sämtliche Angaben enthalten muss, die im Hinblick auf den Emittenten und die Wertpapiere notwendig sind, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte zu ermöglichen (ähnlich die Generalklauseln in § 42 Abs. 1 S. 2 InvG und § 8g Abs. 1 S. 1 Verk-ProsPG). Aber auch die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung sollte als Haftung für die Verletzung „gesetzlicher“ Schutzpflichten begriffen werden, wobei es sich vor der Kodifizierung bzw. im noch verbleibenden Anwendungsbereich um „ungeschriebene gesetzliche Pflichten“¹¹⁷ handelt. Dass es sich um eine deliktische und nicht rechtsgeschäftlich begründete Haftung handelt, erhellt bereits daraus, dass die haftungsbegründenden Pflichten gerade nicht von einer „Selbstbindung“ der Verpflichteten abhängen,¹¹⁸ sondern von der Rechtsordnung oktroyiert werden.¹¹⁹

2. Sekundärmarkt: Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 37b, 37c WpHG)

Sehr viel neueren Datums sind die spezialgesetzlichen Haftungstatbestände für die Verletzung der Pflicht zur ordnungsgemäßen Ad-hoc-Publizität. Entgegen gewichtiger Stimmen aus der Wissenschaft¹²⁰ und der Empfehlung des 64. Deutschen Juristentags¹²¹ hat sich der Gesetzgeber bisher nicht dazu entschließen können, einen umfassenden spezialgesetzlichen Tatbestand für fehlerhafte (Pflicht-)Veröffentlichungen am Sekundärmarkt einzuführen. Geschaffen wurden mit den §§ 37b, 37c WpHG aber zwei Tatbestände für die Verletzung der als besonders missbrauchsanfällig angesehenen Ad-hoc-Publizitätspflicht.¹²² Diese Vorschriften können als typische punktuelle Reaktion des Gesetzgebers auf konkret zu Tage getretene Missstände verstanden werden, stellen aber nichtsdestotrotz den ers-

¹¹⁷ Dazu Hager, in: Staudinger (1999), § 823 Rn. G 11; Larenz/Canaris, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 77 II 1. c) (S. 433). Siehe auch Mertens, AcP 178 (1978), 227, 228 ff.

¹¹⁸ So aber Köndgen, AG 1983, 85, 91.

¹¹⁹ Vgl. Karampatzos, Vom Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zur deliktischen berufsbezogenen Vertrauenshaftung (2005), S. 146 ff.; Picker, AcP 183 (1983), 371, 395, 398.

¹²⁰ Baums, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 181 ff., insb. Rn. 186; Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 109 ff., F 142.

¹²¹ Ziff. 1.9 und 1.10 der Beschlüsse des 64. DJT, abgedruckt in NZG 2002, 1006.

¹²² Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 64, 93.

ten Schritt auf dem Weg zu einem umfassenden Haftungssystem für den Sekundärmarkt dar.

a) *Entwicklung der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität*

aa) *Zusammenbruch des „Neuen Marktes“*

Die Diskussion über die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität wurde maßgeblich durch den Niedergang des „Neuen Marktes“ angestoßen. Nachdem der wirtschaftliche Zusammenbruch des Wachstumssegments „Neuer Markt“ unübersehbar war,¹²³ bestätigte die gerichtliche Aufarbeitung bald die Vermutung, dass eine wesentliche Ursache der „Kursblase“¹²⁴ in einem fehlerhaften Publizitätsverhalten der Emittenten, insbesondere in einem Missbrauch der Ad-hoc-Publizität lag.¹²⁵ Während die Instanzgerichte zunächst – mit einer Ausnahme¹²⁶ – sämtliche Klagen abwiesen,¹²⁷ wurde eine – allerdings recht zögerliche – Wende durch die „Infomatec“-Urteile des BGH eingeleitet.¹²⁸ Die Schwierigkeiten der Gerichte waren in den Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität selbst begründet. Ursprünglich enthielt § 15 WpHG, der die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität statuiert, einen Absatz 6, wonach der Emittent im Falle eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht einem anderen nicht zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet sein sollte. Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, sollten unberührt bleiben. Damit war nach h.M. der Schutzgesetzcharakter i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB ausgeschlossen,¹²⁹ wobei dies nach einer beachtlichen Ansicht nur für den Emittenten selbst, nicht aber auch für die Organwalter gelten sollte.¹³⁰ Die Ad-hoc-Publizität diente nach damals herrschendem Verständnis allein dem Funktionsschutz und nicht auch dem Schutz des indivi-

¹²³ Vgl. etwa *Wittkowski*, ZHR 167 (2003), 130, 131 f.

¹²⁴ Zum Begriff *Merkt*, Gutachten G zum 64. DJT (2002), G 106 sowie unten S. 130.

¹²⁵ Siehe exemplarisch die Urteile BGHZ 160, 134; 160, 149 und BGH NJW 2004, 2668 (Infomatec); BGH ZIP 2005, 1270 (EM.TV). Aus dem strafrechtlichen Bereich BGHSt 49, 381 = NJW 2005, 445 (EM.TV); LG München I NSTz 2004, 291 (Comroad).

¹²⁶ LG Augsburg NJW-RR 2001, 1705.

¹²⁷ Vgl. u.a. LG Augsburg NZG 2002, 428; OLG München ZIP 2002, 1989; LG Bonn AG 2001, 484; LG Kassel DB 2002, 2151; AG München WM 2002, 594; LG München ZIP 2001, 1814. Vgl. auch die Einleitung von *Gottschalk*, DStR 2005, 1648: „Auf dem Parkett der Justiz wollen die Anleger ihre Kursverluste wieder wettmachen“.

¹²⁸ BGHZ 160, 134; 160, 149 und BGH NJW 2004, 2668.

¹²⁹ Die Vorgängervorschrift zu § 15 WpHG – § 44a BörsG a.F. – sollte dagegen nach h.M. Schutzgesetz sein; vgl. *Assmann*, ZGR 1994, 494, 529 mit Fn. 136; *Baumbach/Hopt*, HGB²⁹ (1995), § 44a BörsG Rn. 1, offen gelassen bei BGHZ 139, 225, 232 f.

¹³⁰ *Hirte*, in: Bankrechtstag 1995 (1996), S. 47, 87; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 161.

duellen Anlegers.¹³¹ Die Durchsetzung der Pflicht zur ordnungsgemäßen Ad-hoc-Publizität wurde primär dem öffentlichen Recht überlassen (vgl. § 39 Abs. 1 Nrn. 1 b), 2 a), 3, 4, 5 WpHG a.F.). Eine zivilrechtliche Haftung für pflichtwidrig unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen war gar nicht vorgesehen;¹³² für falsche Ad-hoc-Mitteilungen kam eine zivilrechtliche Verantwortlichkeit nur dann in Betracht, wenn ein allgemeiner Tatbestand bejaht konnte.¹³³ Dies führte zu aus rechtspolitischer und -ökonomischer Sichtweise unwillkommenen Folgen. So wurde in einem Strafprozess gegen einen letztlich wegen Insiderhandels nach vorsätzlicher Verbreitung falscher Ad-hoc-Meldungen verurteilten Vorstand ein Verfall zugunsten der geschädigten Aktionäre gemäß § 73 Abs. 1 S. 2 StGB nicht ausgesprochen, da diese mangels eigener Ansprüche nicht „verletzt“ seien.¹³⁴ In einem anderen Fall warf das BVerfG einem Landgericht gar einen Verstoß gegen das Willkürverbot vor, als dieses geschädigten Aktionären Einsicht in strafrechtliche Ermittlungsakten gewähren wollte, gestützt auf die nicht weiter begründete Ansicht, § 15 WpHG sei – entgegen der h.M. und dem Willen des Gesetzgebers – ein Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB.¹³⁵ Der BGH löste Fälle besonders krasser Falschmeldungen schließlich über § 826 BGB, wobei er allerdings die Beweisanforderungen an die haftungsbegründende Kausalität derart hochschraubte, dass Anleger nur sehr vereinzelt erfolgreich auf Schadensersatz klagen konnten.¹³⁶

bb) Viertes Finanzmarktförderungsgesetz

Um diesem Zustand abzuhelfen, erließ der Gesetzgeber im Jahr 2002 durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz¹³⁷ die §§ 37b, 37c WpHG. Danach haftete der Emittent von börsenzugelassenen Wertpapieren Dritten einerseits, wenn er es pflichtwidrig unterließ, unverzüglich eine neue Tatsache

¹³¹ Vgl. statt aller *Kümpel*, in: Assmann/Schneider, WpHG² (1999), § 15 Rn. 188 m.w.N. A.A. aber z.B. *Gehrt*, Ad-hoc-Publizität (1997), S. 200 ff.; *Grundmann*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, HGB (2001), Bd. 2, § 15 WpHG Rn. VI 162 f.

¹³² Teilweise wird versucht, § 826 BGB auf diese Fälle anzuwenden, dazu unten S. 61.

¹³³ Die Gesetzesverfasser hatten vor allem Fälle betrügerischer oder sittenwidriger Schädigung im Auge; vgl. Bericht des Finanzausschusses zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 102. Teilweise wurde auch für eine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen plädiert, siehe *Braun/Rotter*, BKR 2003, 918.

¹³⁴ LG Augsburg NSTZ 2005, 109, 111 (Infomatec, Revision verworfen durch Beschluss des BGH v. 30.3.2005, 1 StR 537/04). Vgl. auch OLG München NJW 2004, 1119 (Comroad).

¹³⁵ BVerfG NJW 2003, 501, 502.

¹³⁶ Dazu ausführlich unten S. 518 ff.

¹³⁷ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I, S. 2010. Krit. zur Gesetzesgeschichte *Fleischer*, in: FS Priester (2007), S. 75, 87.

zu veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt war und die wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet war, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen. Andererseits bestand eine Haftung für das Verbreiten unwahrer Tatsachen in einer solchen Mitteilung. Diese neuen Vorschriften warfen eine Vielzahl von Tatbestandsproblemen auf, so (1) die Ausklammerung lediglich in den Markt einbezogener Emittenten; (2) das Verhältnis der Haftung aus § 37b WpHG zu der Befreiungsmöglichkeit nach § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG a.F.; und (3) der Haftung gemäß § 37c WpHG zu den besonderen Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 S. 3-5 WpHG a.F.; (4) die Beschränkung der Haftung auf fehlerhafte oder unterdrückte „Tatsachen“; (5) die Einschränkung, dass eine Haftung für das Verbreiten unwahrer Tatsachen nur eingreifen sollte, wenn diese zuvor „nicht öffentlich bekannt“ waren; und (6) die Ungenauigkeit, dass diese unwahren Tatsachen (obwohl sie ja tatsächlich nicht eingetreten waren)¹³⁸ Auswirkungen auf Vermögens- oder Finanzlage oder den Geschäftsverlauf gehabt haben mussten.¹³⁹ Misslich war auch (7) die fehlende Abstimmung mit dem Insiderrecht, die bereits in der Divergenz des Begriffs der „Insidertatsache“ in § 13 Abs. 1 a.E. WpHG a.F. und der gemäß § 15 Abs. 1 WpHG a.F. zu veröffentlichenden Tatsachen¹⁴⁰ begründet lag. Hauptstreitpunkt im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG war allerdings von Anfang an die Methode der Schadensberechnung¹⁴¹ und die Frage der haftungsbegründenden Kausalität.¹⁴² Soweit ersichtlich sind auf Grundlage der §§ 37b, 37c WpHG i.d.F. des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes keine Gerichtsverfahren zu diesen Streitfragen geführt worden,¹⁴³ so dass die vorgenannten Tatbestandsprobleme zunächst nicht über das Stadium akademischer Streitigkeiten hinausgekommen sind.

¹³⁸ Es ist bereits irreführend, von „unwahren Tatsachen“ zu sprechen. Seit *Aristoteles*, *Metaphysik* IV, 7, 1011 b 25-28 ist es üblich, von Wahrheit in Bezug auf Aussagesätze zu sprechen. Nicht eine Tatsache ist somit „unwahr“, sondern eine Aussage darüber; vgl. *Szaif*, in: Ritter, *Hist. Wörterbuch der Philosophie*, Bd. 12 (2004), S. 50 f.

¹³⁹ Ausführlich zu den aufgeführten Auslegungsproblemen *Doğan*, *Ad-hoc-Publizitätshaftung* (2005), S. 65 ff., 79 ff.; *Dühn*, *Schadenersatzhaftung* (2003), S. 176 f.; *Kissner*, *Zivilrechtliche Verantwortlichkeit* (2003), S. 157 ff., 161 f.; *Maier-Reimer/Webering*, *WM* 2002, 1857, 1858 ff.; *Möllers/Leisch*, *NZG* 2003, 112; *dies.*, in: *Möllers/Rotter*, *Ad-hoc-Publizität* (2003), § 14 Rn. 3-41.; *Reichert/Weller*, *ZRP* 2002, 49, 54; *Rössner/Bolkart*, *ZIP* 2002, 1471, 1472 ff.; *Sauer*, *Falschinformation des Sekundärmarktes* (2004), S. 77 ff.; *Sethe*, in: *Assmann/Schneider*, *WpHG*³ (2003), §§ 37b, 37c Rn. 11 ff.; *Zimmer*, in: *Schwark*, *KMRK*³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 18 ff.

¹⁴⁰ Dazu *Zimmer*, in: *Schwark*, *KMRK*³ (2004), § 15 Rn. 14; vgl. auch *Sethe*, in: *Assmann/Schneider*, *WpHG*³ (2003), §§ 37b, 37c Rn. 19.

¹⁴¹ Dazu unten S. 504 f.

¹⁴² Dazu unter S. 519 ff.

¹⁴³ OLG Schleswig AG 2005, 212 betrifft etwa nur die Frage, wann eine Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist.

cc) Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Bereits zwei Jahre nach ihrer Einführung wurden die §§ 37b, 37c WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz¹⁴⁴ gänzlich neu formuliert. Nach der Absicht des Gesetzgebers sollte damit lediglich eine Anpassung an die geänderte Fassung des § 15 WpHG vorgenommen werden.¹⁴⁵ Im Gegensatz zu der alten Fassung wurde aber darauf verzichtet, die Tatbestandsmerkmale des § 15 WpHG n.F. (die ihrerseits zu einem Großteil aus § 13 WpHG n.F. folgen) in den Haftungsnormen zu wiederholen. Der Emittent haftet jetzt nach § 37b WpHG n.F., wenn er es unterlässt, unverzüglich eine Insiderinformation zu veröffentlichen, die ihn unmittelbar betrifft und nach § 37c WpHG n.F., wenn er in einer Mitteilung nach § 15 WpHG eine unwahre Insiderinformation veröffentlicht, die ihn unmittelbar betrifft. Die wesentlichen Änderungen des Haftungstatbestands ergeben sich aus der Neufassung der Ad-hoc-Publizitätspflicht selbst. So gilt die Ad-hoc-Publizität (und auch die Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG) nicht mehr nur für Wertpapier-, sondern für Emittenten jeglicher Finanzinstrumente, es sind nicht mehr nur Tatsachen, sondern „Umstände“ zu veröffentlichen – worunter auch überprüfbare Werturteile und Prognosen fallen¹⁴⁶ – und der Emittent muss selbst entscheiden, ob aufgrund „berechtigter Interessen“ die Veröffentlichung hinausgeschoben werden darf.¹⁴⁷ Insbesondere können nun auch Insiderinformationen publizitätspflichtig sein, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintreten (von außen kommende Umstände) oder keine Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten haben.¹⁴⁸ Auch nach der Reform bleiben einige Auslegungsfragen zur alten Fassung der §§ 37b, 37c WpHG weiterhin aktuell, so die Anwendbarkeit auf einbezogene Emittenten und die Frage der Haftung bei Missachtung von Vorschriften über die Form der Ad-hoc-Mitteilung. Die wichtigsten Probleme, insbesondere die fehlende Eingliederung in das Insiderrecht, sind aber behoben worden und so bieten die neuen Vorschriften die Chance einer einheitlichen Auslegung und Handhabung des gesamten Bereichs der Insiderüberwachung. Damit werden die Wurzeln der Ad-hoc-Publizität im Insiderrecht,¹⁴⁹ die letztlich auch für die Auslegung darauf bezogener Haftungsvorschriften eine maßgebliche Rolle spielen, erstmals deutlich hervorgehoben.

¹⁴⁴ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630.

¹⁴⁵ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 40.

¹⁴⁶ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33; siehe auch Nr. III.2.1.1. des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005).

¹⁴⁷ Zum Ganzen ausführlich *Nietsch*, BB 2005, 785 ff.

¹⁴⁸ Nr. IV.2.2.1. des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005).

¹⁴⁹ Dazu unten S. 255 f.

dd) Gescheitertes Kapitalmarktinformatiionshaftungsgesetz

Mittels des Kapitalmarktinformatiionshaftungsgesetzes¹⁵⁰ wollte die Bundesregierung Ende 2004 doch noch der eingangs erwähnten Forderung nach einem umfassenden Tatbestand für fehlerhafte Information des Sekundärmarktes nachkommen. Taugliche Tatmittel i.S.v. § 37a WpHG-E sollten danach „öffentliche Bekanntmachungen oder Mitteilungen über geschäftliche Verhältnisse, die zur Erstellung von Finanzanalysen oder für einen größeren Kreis von Personen bestimmt sind“ und auch mündliche Erklärungen, „wenn diese in Ansprachen oder Auskünften im Rahmen der Hauptversammlung oder einer vom Emittenten veranlassten Informationsveranstaltung abgegeben werden“ sein. Haften sollten neben dem Emittenten auch die „Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans“. Nach dem (vorläufigen) Scheitern des Entwurfs ist zumindest mit der Einführung einer spezialgesetzlichen Außenhaftung der Organmitglieder in absehbarer Zeit nicht zu rechnen.

b) Rechtsdogmatische Einordnung der Ad-hoc-Publizitätshaftung in der Literatur

Im Gegensatz zu den vielfältigen rechtsdogmatischen Erklärungsversuchen der Prospekthaftung in ihrem über hundertjährigen Bestehen, ist die Diskussion zur Rechtsnatur der Ansprüche aus den §§ 37b und 37c WpHG ein vergleichsweise noch wenig beachtetes Feld.

Häufig beschränkt sich die Auseinandersetzung über die Rechtsnatur der §§ 37b, 37c WpHG darauf, festzustellen, dass § 15 Abs. 6 WpHG weiterhin die Anwendung von § 823 Abs. 2 BGB ausschließe und es sich bei den §§ 37b und 37c WpHG um eigenständige Anspruchsgrundlagen handle.¹⁵¹ Insoweit besteht in der Literatur Konsens.

Vereinzelte wurde die Ansicht vertreten, dass durch den gesetzlich geprägten ständigen Informationsfluss auf organisierten Kapitalmärkten bereits von einem Sonderrechtsverhältnis zwischen Emittent und Anleger gesprochen werden könne, dessen Verletzung zu einer Haftung nach *vertragsrechtlichen Grundsätzen* führe,¹⁵² so dass die §§ 37b und 37c WpHG als Ausprägungen von § 280 BGB zu verstehen wären.

¹⁵⁰ Vgl. Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformatiionen (Kapitalmarktinformatiionshaftungsgesetz – KapInHaG), NZG 2004, 1042.

¹⁵¹ *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 170; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1858, 1864; *Pluskat*, FB 2002, 235, 242; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 54.

¹⁵² *Kalss*, ÖBA 2000, 641, 655 f.; *dies.*, Anlegerinteressen (2001), S. 325 ff.; wohl auch *Schmolke*, Organwalterhaftung für Eigenschäden von Kapitalgesellschaftern (2004), S. 356 ff.; *Wiegand*, in: FS Chapuis (1998), S. 143, 164; vgl. auch *Krause*, ZGR 2002,

Andere Autoren treten dafür ein, dass es sich bei den §§ 37b und 37c WpHG um *deliktische Tatbestände* handelt.¹⁵³ Der Emittent sei am Sekundärmarkt „metamorphisch gesprochen nicht ‚Verkäufer‘, sondern ‚Produzent‘ der Effekten“.¹⁵⁴ Da der Gesetzgeber den geschädigten Anleger nicht als Aktionär, sondern als Dritten behandle, stelle er gerade nicht auf die Sonderrechtsbeziehung zwischen Gesellschaft und Gesellschafter ab und die neuen Vorschriften seien daher nicht als vertragliche oder verbandsrechtliche, sondern deliktische Haftung zu werten.¹⁵⁵

Eine andere Ansicht zieht die Parallele zur h.M. im Rahmen der Prospekthaftung¹⁵⁶ und versteht die §§ 37b und 37c WpHG als *gesetzliche Vertrauenshaftung*.¹⁵⁷ Neben den aus der Paralleldiskussion zur Prospekthaftung bekannten Argumenten wird zusätzlich angeführt, dass § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG nach wie vor die Anwendbarkeit des § 823 Abs. 2 BGB ausschließen wolle und dass gemäß § 37c Abs. 1 WpHG der Schaden verlangt werden könne, der dadurch entsteht, dass der Anleger „auf die Richtigkeit der Insiderinformation [früher: Tatsache] vertraut“.¹⁵⁸

c) §§ 37b und 37c WpHG als deliktische Tatbestände

Die §§ 37b und 37c WpHG sind – dies macht insbesondere die Neuformulierung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz deutlich – als Spezialdeliktstatbestände einzuordnen. Sie bilden einen weiteren Baustein im Gebäude eines umfassenden Kapitalmarktdeliktsrechts.

aa) Vereinheitlichung der Haftungsbegründung am Primär- und Sekundärmarkt

Die Deutung als Vertrauenshaftung ist offensichtlich bemüht, einen Einklang der Haftungsbegründung zwischen sekundärmarktrechtlicher und primärmarktrechtlicher Haftung herzustellen. Dies ist ein berechtigtes Anliegen, denn die Struktur der Haftung am Primär- und Sekundärmarkt ist –

799, 831 f. Für eine Einordnung unter den Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte *Schmitz*, Haftung des Vorstands (2004), S. 282 ff.

¹⁵³ *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche (2008), S. 165 ff.; *Köndgen*, in: FS Druey (2002), S. 791, 805; *Möllers*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 13 Rn. 12; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG (2007), §§ 37b, c Rn. 13 ff.; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 23. Wohl auch *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 165 f.

¹⁵⁴ *Köndgen*, in: FS Druey (2002), S. 791, 805.

¹⁵⁵ *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 20.

¹⁵⁶ Dazu oben S. 20.

¹⁵⁷ *Barnert*, WM 2002, 1473, 1483; *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 56; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 398 f.; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 8 f.

¹⁵⁸ *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 9.

wie noch zu zeigen sein wird¹⁵⁹ – hinsichtlich des Rechtsgrundes der Verantwortlichkeit gleichartig. Die Einordnung als Vertrauenshaftung leidet aber an den bereits im Rahmen der Prospekthaftung diskutierten Schwächen.¹⁶⁰ Wenn demgegenüber behauptet wird, eine an die Verletzung gesetzlicher Verbote anknüpfende Haftung sei nicht notwendigerweise deliktisch, vielmehr stünde es dem Gesetzgeber frei, den „Typus“ der Vertrauenshaftung zur Absicherung gesetzlicher Regelungen zu wählen,¹⁶¹ stellt sich die Frage, welcher dogmatische Gehalt im Sinne eines *eigenständigen* Typus zur *Begründung* von Haftung dem „Vertrauen“ noch zukommen soll, wenn „Vertrauenshaftung“ offenbar darin besteht, einem anderen für die Verletzung einer gesetzlichen Pflicht zu haften. Vertrauenshaftung in diesem Sinne ist gleichbedeutend mit deliktischer Haftung für primäre Vermögensschäden.¹⁶² Auch das vielfach herangezogene Wort „vertraut“ in § 37c Abs. 1 WpHG vermag die These von der Vertrauenshaftung nicht entscheidend zu stützen.¹⁶³ Denn dieses Merkmal findet sein Vorbild außerhalb des deutschen Rechtskreises in dem Tatbestandsmerkmal der „Reliance“ als Voraussetzung kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzklagen im amerikanischen Recht.¹⁶⁴ „Reliance“ ist aber ein Element der Schadensersatzansprüche aufgrund von „deceit“ und „misrepresentation“ und damit genuin deliktsrechtlicher Natur.¹⁶⁵

bb) Schwächen rechtsgeschäftlicher Begründungsansätze

Die Einordnung der §§ 37b und 37c WpHG als Haftung nach vertraglichen Grundsätzen verweist auf die strukturelle Besonderheit des Kapitalmarkthaftungsrechts als Haftung für die Verletzung eines Sonderrechtsverhältnisses.¹⁶⁶ Jedoch erscheint die Verortung im vertragsrechtlichen Bereich nicht überzeugend. Sonderrechtsverhältnisse, die ohne eine Hauptleistungspflicht zu statuieren, zu einer Haftung nach vertragsrechtlichen Grundsätzen führen, sollten nur dort angenommen werden, wo ihre Begründung von einem Rest privatautonomer Entscheidungsfreiheit getragen

¹⁵⁹ Siehe unten S. 165 ff.

¹⁶⁰ Siehe oben S. 23.

¹⁶¹ So Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 7.

¹⁶² So etwa der Ansatz von Karampatzos, Vom Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zur deliktischen berufsbezogenen Vertrauenshaftung (2005), S. 215 ff. und passim.

¹⁶³ Vertrauen in die Richtigkeit von Angaben ist etwa auch eine Voraussetzung für genuin deliktische Schadensersatzansprüche, etwa aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 399 Abs. 1 Nr. 4 AktG, vgl. BGHZ 105, 121, 125 f. und BGH NJW 2005, 3721, 3722.

¹⁶⁴ Dazu unten S. 94.

¹⁶⁵ Vgl. Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341 (2005).

¹⁶⁶ Dazu ausführlich unten S. 220 ff.

ist.¹⁶⁷ Es mag zwar sein, dass Ad-hoc-Mitteilungen auf die Vertragsanbahnung unter den Anlegern einwirken.¹⁶⁸ Dies geschieht aber – anders als etwa bei dem Dritten, der durch sein persönliches Auftreten den Vertragschluss entscheidend beeinflusst (§ 311 Abs. 3 S. 2 BGB) – nicht aufgrund einer von Selbstbestimmung getragenen Entscheidung, auf den Vertragschluss einzuwirken, sondern aufgrund einer gesetzlichen Pflicht, im gesamtwirtschaftlichen Interesse die Anleger mit den relevanten Informationen zu versorgen. Allein die Tatsache, dass es dem Emittenten freisteht, sich an organisierten Kapitalmärkten notieren zu lassen, kann noch nicht ausreichen, um die an eine solche Notierung anknüpfenden gesetzlichen Pflichten zu privatautonom eingegangenen werden zu lassen. Dies zeigt sich insbesondere auch daran, dass es dem Emittenten nicht möglich ist, seine Haftung durch „Freizeichnung“ oder ähnliches zu begrenzen.¹⁶⁹

cc) §§ 37b, 37c WpHG als Spezialdeliktsrecht

Letztlich stellen sich die §§ 37b und 37c WpHG als deliktische Spezialtatbestände nach dem Muster des § 823 Abs. 2 BGB dar, wie auch die Neufassung dieser Vorschriften durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz deutlich macht. Es handelt sich um die Haftungsbewehrung bestimmter gesetzlicher Pflichten aus dem Bereich des Insiderrechts. Dabei schließt § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG weiterhin die Anwendung des allgemeinen Deliktsrechts für die durch die Spezialregelungen erfassten Konstellationen aus.¹⁷⁰ Die These, dass der Gesetzgeber durch die Schaffung der §§ 37b, 37c WpHG zwar die drittschützende Qualität der Ad-hoc-Publizität anerkannt habe, jedoch die Haftung nicht grenzenlos ausweiten wollte,¹⁷¹ verdient nur in ihrem ersten Teil uneingeschränkte Zustimmung. Denn ist allgemein anerkannt, dass bei solchen Schutzgesetzen, deren Verletzung eine Straf- oder Ahndbarkeit nach sich zieht, die Schuldanforderungen der zugehörigen Straf- oder Ordnungswidrigkeitenvorschrift auch im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB maßgeblich ist.¹⁷² Der Verstoß gegen § 15 WpHG ist aber gemäß § 39 Abs. 2 Nrn. 2, 5, 6 und 7 WpHG nur ahndbar, wenn der Täter vorsätzlich oder leichtfertig gehandelt hat. Unter „Leichtfertigkeit“

¹⁶⁷ *Karampatzos*, Vom Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zur deliktischen berufsbezogenen Vertrauenshaftung (2005), S. 192; vgl. auch *Picker*, AcP 183 (1983), 369, 492 ff.; *ders.*, in: FS Medicus (1999), S. 397, 440 mit Fn. 90, und S. 446.

¹⁶⁸ So *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 56.

¹⁶⁹ Dies folgt aus einer Analogie zu §§ 37b Abs. 6, 37c Abs. 6 WpHG bzw. § 47 Abs. 1 BörsG.

¹⁷⁰ Für die Organwalter vermag diese Norm nach wie vor keine Ausschlusswirkung zu entfalten, siehe *Schwark*, in: FS Hadding (2004), S. 1117, 1133; a.A. *Verse*, ZHR 170 (2006), 398, 420. Siehe auch schon oben Fn. 130.

¹⁷¹ *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 9.

¹⁷² Vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 77 IV. 2. a) (S. 446).

im Sinne des Straf- und Ordnungswidrigkeitenrechts ist grobe Fahrlässigkeit zu verstehen.¹⁷³ Somit wäre eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 WpHG ohnehin erst bei grober Fahrlässigkeit denkbar. Es liegt daher sehr viel näher, die Einführung der §§ 37b und 37c WpHG einerseits vor dem Hintergrund zu sehen, dass man sich erst wenige Jahre zuvor entschlossen hatte, mit dem Erlass von § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG a.F. den funktionsschützenden Aspekt der Ad-hoc-Publizität als alleinigen Zweck herauszustellen und eine vollständige Abschaffung dieser Vorschrift wohl – gerade nach dem enormen Werteverfall am „Neuen Markt“ – unangenehme Aufmerksamkeit und Nachfragen im Hinblick auf die Einhaltung der europarechtlichen *effet utile* Vorgaben provoziert hätte. Andererseits bietet der Erlass einer Spezialvorschrift die Möglichkeit, weithin sichtbar auf ausgemachte Missstände zu reagieren und zudem – und das ist der hier entscheidende Punkte – eine präzisere Feinsteuerung der Haftung vorzunehmen als dies bei einem Verweis auf das allgemeine Deliktsrecht möglich gewesen wäre. So geht mit der spezialgesetzlichen Regelung der deliktischen Verantwortlichkeit für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität doch eine gewisse Haftungsbeschränkung einher. Denn entgegen einer sowohl unter den Verfechtern als auch den Gegnern deliktsrechtlicher Einordnungen der §§ 37b und 37c WpHG verbreiteten Schlussfolgerung,¹⁷⁴ hat der Gesetzgeber trotz deliktsrechtlicher Ausgestaltung der Vorschriften durch die explizite Beschränkung der Haftung auf Emittenten eine Verantwortlichkeit der Organmitglieder über § 830 BGB¹⁷⁵ *de lege lata* ausgeschlossen.¹⁷⁶ Dies ist ein gutes Beispiel für die Vorteile spezialdeliktsrechtlicher Tatbestände, hingegen kein Argument für oder gegen eine rechtsdogmatische Einordnung der neuen Vorschriften.¹⁷⁷

3. *Übernahmerecht: Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen (§ 12 WpÜG) und Finanzierungsbestätigungen (§ 13 Abs. 2 WpÜG)*

Eine Besonderheit stellen die übernahmerechtlichen Haftungsvorschriften dar, weil danach *emittentenfremde Dritte* den Anlegern für Falschinforma-

¹⁷³ Rengier, in: Karlsr. Komm. OWiG³ (2006), § 10 Rn. 49.

¹⁷⁴ Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1864; Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 13 Rn. 12 a.E.; Rieckers, BB 2002, 1213, 1120; Veil, ZHR 167 (2003), 365, 396 f.; Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 6.

¹⁷⁵ Dazu ausführlich unten S. 415.

¹⁷⁶ Ebenso Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 140. Rechtsvergleichende Argumentationshilfe bietet das US-amerikanische Kapitalmarktdeliktsrecht, das zwar auf allgemein-deliktsrechtlicher Grundlage fußt, auf das aber dennoch die allgemeinen Teilnahmeregel keine Anwendung finden, siehe unten S. 93.

¹⁷⁷ Denn auch einer – wie auch immer gearteten – Vertrauenshaftung ist die Idee einer Verantwortlichkeit von Organmitgliedern und Hintermännern nicht fremd, vgl. nur Veil, ZHR 167 (2003), 365, 398.

mationen anlässlich eines Erwerbs von Anteilen an dem Emittenten haften. Auch diese Vorschriften sind sehr jungen Datums und haben ihren Praxistest noch vor sich.

a) Hintergrund der übernahmerechtlichen Haftungstatbestände

Vor Erlass des WpÜG bestand das deutsche Übernahmerecht im Wesentlichen aus dem *Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*,¹⁷⁸ dessen Befolgung freiwillig war und der sich nicht flächendeckend durchsetzen konnte.¹⁷⁹ Der Übernahmekodex enthielt in Art. 7 Mindestanforderungen an den Inhalt öffentlicher Angebote. Soweit der Bieter die Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen eines solchen oder eines ohne jede spezifische Rechtsgrundlage abgegebenen Angebots unrichtig oder unvollständig informierte, sollte er nach den Regeln der culpa in contrahendo haften; eine Übertragung der Grundsätze der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung wurde dagegen für nicht erforderlich gehalten.¹⁸⁰ Von einer spezifisch übernahmerechtlichen Haftung kann daher vor Inkrafttreten des WpÜG nicht die Rede sein.

Anstoß für den Erlass des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes¹⁸¹ war die Bestrebung, das deutsche Kapitalmarktrecht dem internationalen Standard anzugleichen.¹⁸² Dem eigentlichen Gesetzgebungsverfahren ging eine langjährige kontroverse Diskussion auf nationaler und europäischer Ebene voraus.¹⁸³ Regelungsvorbilder wurden insbesondere rechtsvergleichend im englischen City Code on Takeovers and Mergers,¹⁸⁴ im schweizerischen Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel¹⁸⁵ und im österreichischen Übernahmegesetz¹⁸⁶ gefunden.¹⁸⁷

Die Haftung nach § 12 WpÜG bezieht sich auf die *zentrale Informationsgrundlage* im Übernahmeverfahren, die Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG, die den Kern der auf die Herstellung von Transparenz zum Schutz

¹⁷⁸ Abgedruckt in: Baumbach/Hopt, HGB³⁰ (2000), Ordnungsziff. 18.

¹⁷⁹ Vgl. Pötzsch/Möller, WM Sonderbeil. 2/2000, S. 3, 13.

¹⁸⁰ Vgl. Assmann/Bozenhardt, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote (1990), S. 1, 98 f.; Hakenberg, in: Ebenroth/Boujong/Joost, HGB (2001), Bd. 2, BankR IX Rn. 649.

¹⁸¹ Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20.12.2001, BGBl. I, S. 3822.

¹⁸² Vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 1, 27.

¹⁸³ Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 384 f.; vgl. auch Fleischer/Kalss, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 9 ff. und 42 ff.

¹⁸⁴ The City Code on Takeovers and Mergers, abrufbar unter <www.thetakeoverpanel.org.uk/>.

¹⁸⁵ Bundesgesetz vom 24.3.1995 über die Börsen und den Effektenhandel (SR 954.1).

¹⁸⁶ Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz – ÜbG), öBGBI. 1998, S. 127.

¹⁸⁷ Fleischer/Kalss, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 7.

der Aktionäre abzielenden gesetzlichen Regelungen bildet.¹⁸⁸ Die Angebotsunterlage muss gemäß § 11 Abs. 1 S. 2 WpÜG diejenigen Angaben enthalten, die notwendig sind, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Obwohl die Haftungsregelung des § 12 WpÜG in wesentlichen Teilen der Prospekthaftung entspricht, besteht insofern ein struktureller Unterschied, als es im Übernahmerecht nicht um die Gewährleistung der Investitionsmöglichkeiten, sondern um den Schutz der Deinvestitionsmöglichkeit zu fairen Konditionen geht.¹⁸⁹ Dies ist insbesondere deshalb von Bedeutung, weil die §§ 11 und 12 WpÜG über die Verweisungen in den §§ 34 und 39 WpÜG auch auf Übernahme- und Pflichtangebote Anwendung finden. Funktional dienen diese – praktisch sehr relevanten – Arten von Wertpapiererwerbsangeboten der Konzernzugangskontrolle.¹⁹⁰ Deshalb erfordert § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG eine Vielzahl von Angaben zu den Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft, was wiederum spezifische Haftungsprobleme nach sich zieht, falls der Bieter schlussendlich von den im Angebot erklärten Absichten abweicht.¹⁹¹

Eine Besonderheit im deutschen Kapitalmarktrecht stellt § 13 Abs. 2 WpÜG dar, indem er eine spezialgesetzliche Haftung von *Gatekeepern* vorsieht. Der Begriff des Gatekeepers entstammt dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht und bezeichnet “reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors”.¹⁹² Sofern als Gegenleistung im Rahmen eines Wertpapiererwerbsangebots die Zahlung eines Geldbetrags vorgesehen ist, ist gemäß § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG durch ein unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich zu bestätigen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung zur Verfügung stehen. Sofern der Bieter diese Maßnahmen nicht getroffen hat und ihm aus diesem Grunde zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs die notwendigen Mittel nicht zur Verfügung stehen, haftet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG auf Er-

¹⁸⁸ So Krause, NJW 2002, 705, 708.

¹⁸⁹ Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 12 Rn. 3; Fleischer/Kalss, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 20, 81; Noack, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 12 WpÜG Rn. 1; Thoma, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand: 05/04), § 12 Rn. 4.

¹⁹⁰ Fleischer, NZG 2002, 545, 547; Hommelhoff/Kleindiek, AG 1990, 106, 108; Hommelhoff, in: FS Semler (1993), S. 455, 459 ff.; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 386; Kleindiek, ZGR 2002, 546, 554; Mülbert, ZIP 2001, 1221, 1226. Zur Herkunft des Konzepts des Konzernzugangsschutzes aus dem britischen Übernahmerecht siehe Baum, RIW 2003, 421, 429, 432 f.

¹⁹¹ Dazu ausführlich unten S. 273.

¹⁹² Coffee, 57 Bus. Law. 1403, 1405 (2002) m.w.N. Ausführlich dazu unten S. 296 f.

satz des aus der nicht vollständigen Erfüllung entstandenen Schadens. Die Einzelheiten der Haftung richten sich gemäß § 13 Abs. 3 WpÜG nach § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG. Das bedeutet insbesondere, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur bei grob fahrlässig falscher Bestätigung haftet. Die Gesetzesmaterialien beziehen sich explizit auf Rule 2.5 des City Code on Takeovers and Mergers und § 4 Nr. 1 öÜbG als rechtsvergleichende Vorbilder der Regelung.¹⁹³

b) Rechtsdogmatische Einordnung der übernahmerechtlichen Haftung in der Literatur

Aufgrund der Neuheit der Haftungsvorschriften des WpÜG steht die rechtswissenschaftliche Diskussion um ihre dogmatische Struktur noch ganz am Anfang. Soweit ersichtlich haben die neuen Haftungsregeln in der Gerichtspraxis noch keine Rolle gespielt. Für die rechtsdogmatische Einordnung empfiehlt es sich, zwischen der Haftung gemäß § 12 WpÜG und der Haftung nach § 13 Abs. 2 WpÜG zu unterscheiden.

aa) Einordnung von § 12 WpÜG

Bezüglich der Rechtsnatur der Haftung aus § 12 WpÜG werden überwiegend zwei Ansichten vertreten: Im Ausgangspunkt wird allgemein die enge Anlehnung an die börsengesetzliche Prospekthaftung hervorgehoben,¹⁹⁴ die nach einer Ansicht eine analoge Einordnung als Vertrauenshaftung kraft Gesetzes rechtfertigt.¹⁹⁵ Unterstützend wird betont, dass § 12 WpÜG, anders als der Großteil des Gesetzes, kein Vorbild in ausländischen Rechtsordnungen finde.¹⁹⁶ Rechtsvergleichend lässt sich feststellen, dass sich die Haftung für fehlerhafte Informationen bei Unternehmensübernahmen zumeist nach den Regeln über die Prospekthaftung richtet.¹⁹⁷ Nach anderer Auffassung handelt es sich bei § 12 WpÜG um eine Haftung für die Ver-

¹⁹³ Begr. RegE WpÜG, BT-Druck. 14/7034, S. 44.

¹⁹⁴ Hamann, ZIP 2001, 2249, 2255: „Beitrag zur Vereinheitlichung der Prospekthaftung“; siehe auch Assmann, AG 2002, 153; ders., in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 12 Rn. 3; Ehrlicke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 192 f.; Fleischer/Kalss, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 84; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 406; Möllers, ZGR 2002, 664, 670; Paul, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen (2004), S. 15 f.; Riehmer/Schröder, BB 2001, Beil. 5, S. 1, 4; Wackerbarth, in: MüKo-AktG² (2004), § 12 WpÜG Rn. 2.

¹⁹⁵ Oechsler, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 12 Rn. 1.

¹⁹⁶ Möllers, ZGR 2002, 664, 670; a.A. Paul, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen (2004), S. 15.

¹⁹⁷ Für Österreich Kalss/Oppitz, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 811, 832; für Belgien Bolle, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 327, 356.

letzung vorvertraglicher Informationspflichten.¹⁹⁸ Obwohl bei der Begründung der Vertrauenshaftungstheorie im Rahmen der Prospekthaftung die Eigenständigkeit gegenüber der culpa in contrahendo betont wurde,¹⁹⁹ fließen die Theorien in ihrer Anwendung auf § 12 WpÜG nahezu konturlos ineinander.²⁰⁰ Daneben werden aber auch deliktische Einordnungen vertreten, so die Interpretation als kapitalmarktrechtliches Informationsdelikt²⁰¹ oder die Ansicht, § 12 WpÜG trete an die Stelle eines Anspruchs gemäß § 823 Abs. 2 BGB, den er bei nicht vorsätzlichen unerlaubten Handlung verdränge.²⁰²

bb) Einordnung von § 13 Abs. 2 WpÜG

Vielfältig sind die rechtsdogmatischen Einordnungen der Finanzierungsbestätigung und daran anknüpfend der Rechtsnatur der Haftung gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG. Die Finanzierungsbestätigung selbst wird als Garantieerklärung,²⁰³ als Tatsachenfeststellung,²⁰⁴ als Wissenserklärung²⁰⁵ ähnlich § 37 Abs. 1 S. 3-4 AktG,²⁰⁶ als Auskunft des Wertpapierdienstleistungsunternehmens²⁰⁷ oder als an die Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtete, öffentliche Erklärung²⁰⁸ eingeordnet. Bezüglich der Rechtsnatur der Haftung wird betont, dass es sich nicht um eine verschuldensunabhängige Garantiehaftung handele.²⁰⁹ Soweit sich die Rechtsnatur der Haftung nicht bereits

¹⁹⁸ Möllers, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 4; Paul, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen (2004), S. 22; Thoma, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 12 Rn. 3.

¹⁹⁹ Vgl. oben S. 20 und auch Fn. 77.

²⁰⁰ Vgl. etwa Huber, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 99; Oechsler, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 12 Rn. 1.

²⁰¹ So Huber, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 88, die aber auf S. 99 § 12 WpÜG als „Haftung für die Verletzung vorvertraglicher Informationspflichten und folglich als Kraft Gesetzes eintretender Fall der Vertrauenshaftung“ qualifiziert.

²⁰² So wohl Renner, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 12 WpÜG Rn. 9 f.

²⁰³ Süßmann, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 13 Rn. 16 ff.; siehe auch Oechsler, NZG 2001, 817, 818; anders wohl ders., in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 13 Rn. 7.

²⁰⁴ Drinkuth, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG (2005), § 58 Rn. 227; Georgieff/Hauptmann, AG 2005, 277, 282; Singhof/Weber, WM 2002, 1158, 1161; Thaeter, in: Thaeter/Brandi, Öffentliche Übernahmen (2003), Teil 2, § 5 Rn. 390.

²⁰⁵ Krause, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 13 Rn. 82; Wackerbarth, in: MüKo-AktG² (2004), § 13 WpÜG Rn. 25.

²⁰⁶ Berrar, ZBB 2002, 174, 180.

²⁰⁷ Marsch-Barner, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 13 Rn. 59.

²⁰⁸ Pfüller/Detweiler, BKR 2004, 383, 388. Ähnlich Möllers, in: KK-WpÜG (2003), § 13 Rn. 64 („Kapitalmarktinformation durch eine öffentliche Erklärung“).

²⁰⁹ Fleischer/Kalss, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 89 f., die deshalb die Anlehnung an § 37 Abs. 1 S. 4 AktG ablehnen.

aus der Einordnung der Finanzierungsbestätigung ergibt, wird § 13 Abs. 2 WpÜG als gesetzlich geregelte Form des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte,²¹⁰ als Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation,²¹¹ die allerdings nicht auf die Fehlerhaftigkeit der Finanzierungsbestätigung, sondern auf das Scheitern der Finanzierung abstelle²¹² oder als Haftung auf der Grundlage typisierten Vertrauens²¹³ angesehen.

c) §§ 12 und 13 Abs. 2 WpÜG als deliktische Tatbestände

Sowohl die Haftung aus § 12 WpÜG als auch die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG stellen ihrem Wesen nach deliktische Ansprüche dar.

aa) § 12 WpÜG als spezialdeliktsrechtlicher Tatbestand

Auf den ersten Blick liegt es nahe, § 12 WpÜG als Haftung für die Verletzung vorvertraglicher Aufklärungspflichten anzusehen. Diese Einordnung ist jedoch in gewisser Hinsicht zu weit und in anderer zu eng. So bezieht sich die Haftung nach § 12 WpÜG ausdrücklich nur auf die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage,²¹⁴ während es gerade die Eigenart der Haftung für vorvertragliche Aufklärungspflichten ist, dass jede pflichtwidrige Beeinträchtigung der Willensbildung einbezogen wird.²¹⁵ Andererseits erfasst die Haftung auch das Fehlen bzw. die Fehlerhaftigkeit „ergänzender Angaben“ im Sinne von § 11 Abs. 2 S. 3 WpÜG, deren Kernstück (Nr. 2) die Angaben zu den Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft darstellen. Die Pflicht zur Offenbarung dieser Absichten kann aber nicht mehr als Ausprägung vorvertraglicher Informationspflichten verstanden werden. Es ist vielmehr ein Grundsatz des deutschen Vertragsrechts, dass den Käufer keine Aufklärungspflicht darüber trifft, wofür er den Kaufgegenstand verwenden will.²¹⁶ Dies gilt gerade auch dann, wenn er durch das Verschweigen ein „gutes Geschäft“ machen will.²¹⁷ Der Pflicht, ergänzende Angaben zu machen, lie-

²¹⁰ Vogel, ZIP 2002, 1421, 1429; ders., in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 13 WpÜG Rn. 110.

²¹¹ Wackerbarth, in: MüKo-AktG² (2004), § 13 WpÜG Rn. 30.

²¹² Möllers, in: KK-WpÜG (2003), § 13 Rn. 87.

²¹³ Pfüller/Detweiler, BKR 2004, 383, 387.

²¹⁴ Noack, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 12 WpÜG Rn. 7.

²¹⁵ Siehe nur Heinrichs, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 311 Rn. 40.

²¹⁶ BGHZ 117, 280, 283; Hefermehl, in: Soergel, BGB¹³ (1999), § 123 Rn. 15.

²¹⁷ Ausführlich zum Ganzen Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht (2001), S. 278 ff., der allerdings ein Recht zur Lüge auf Nachfragen des Verkäufers insoweit nicht anerkennen will (a.a.O., S. 262 ff.). Für ein Recht zur Lüge in dieser Situation Wagner, in: Zimmermann, Störungen der Willensbildung bei Vertragsschluss (2007), S. 59, 99 ff.

gen keine vertrags(-schluss-)rechtlichen Erwägungen zugrunde.²¹⁸ Vielmehr geht es um die kapitalmarktrechtlich begründete Konstituierung des Marktes für Unternehmenskontrolle.²¹⁹ Der vorrangige Zweck der Angebotsunterlage als Informationsgrundlage für die Aktionäre der Zielgesellschaft ist es nicht, die jeweiligen Verträge vorzubereiten, sondern den Anlegern zu ermöglichen, die Angemessenheit des Angebots einzuschätzen. Dabei wird einerseits die Option geschützt, zu fairen Konditionen die Gesellschaft zu verlassen, andererseits entspricht es dem Konzept der Konzernzugangskontrolle, sich dafür entscheiden zu können, Minderheitsaktionär einer sich mehrheitlich in der Hand des Bieters befindlichen Gesellschaft zu bleiben. Diese Schutzzwecke lassen sich zurückführen auf das übergeordnete Ziel, die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle zu gewährleisten. Mit den Mitteln vorvertraglicher Aufklärungspflichten sind sie dagegen nicht mehr sinnvoll abzubilden. Wenn eine Haftung für vorvertragliche Aufklärungspflichtverletzungen gewollt gewesen wäre, hätte zudem mit § 12 WpÜG keine eigenständige Anspruchsgrundlage geschaffen werden müssen. Vielmehr hätten die bestehenden Ansprüche gemäß §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB ausgereicht,²²⁰ die im Übrigen aufgrund der Öffnungsklausel in § 12 Abs. 6 WpÜG auch weiterhin neben der spezialgesetzlichen Haftung bestehen.²²¹ Sofern man die Vertrauenshaftung kraft Gesetzes als eigenständige Kategorie zur Begründung von Haftung jenseits der culpa in contrahendo versteht, begegnet sie auch hinsichtlich von § 12 WpÜG den bereits im Rahmen der Prospekthaftung ausgeführten Bedenken.²²² Es ist daher überzeugender, die Haftung nach § 12 WpÜG als Haftung für die Verletzung kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten aus § 11 WpÜG und somit als Spezialdeliktstatbestand ähnlich § 823 Abs. 2 BGB einzuordnen.

bb) § 13 Abs. 2 WpÜG als spezialdeliktsrechtlicher Tatbestand

Auch bezüglich § 13 Abs. 2 WpÜG vermögen die Einordnungen als Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte oder als Haftung auf Grundlage typi-

²¹⁸ Vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 41, wonach die ergänzenden Angaben auch den Interessen der Beschäftigten der Zielgesellschaft dienen sollen.

²¹⁹ Ausführlich dazu unten S. 161 ff.

²²⁰ So die Rechtslage vor Erlass des WpÜG, siehe oben S. 37.

²²¹ H.M., siehe z.B. *Hamann*, ZIP 2001, 2249, 2257; *Huber*, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 304 f.; *Möllers*, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 150; *Paul*, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen (2004), S. 101; *Pfüller/Detweiler*, BKR 2004, 383, 386; *Renner*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 12 WpÜG Rn. 70; *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 12 Rn. 79; a.A. z.B. *Noack*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 12 WpÜG Rn. 34; *Oechsler*, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 12 Rn. 22.

²²² Siehe oben S. 23 ff.

sierten Vertrauens nicht zu überzeugen. Die Heranziehung des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte als Grundlage für Expertenhaftung ist nur mit Hilfe vielfacher Scheinbegründungen möglich und führt funktional betrachtet zu einer verschleierte Deliktshaftung nach Vertragsgrundsätzen.²²³ Dies wird auch im Hinblick auf § 13 Abs. 2 WpÜG deutlich. So ist es etwa unbestritten, dass Bieter und Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Innenverhältnis Bedingungen an die Finanzierung(-sbestätigung) knüpfen können, während solche Bedingungen im Verhältnis zu den geschützten Aktionären unwirksam sind.²²⁴ Die Finanzierungsbestätigung hat einen völlig standardisierten Inhalt²²⁵ und ist gerade nicht von einem Vertrag zwischen Bieter und Wertpapierdienstleistungsunternehmen abhängig. Auch die Struktur der Haftung nach § 13 Abs. 2 WpÜG gleicht damit § 823 Abs. 2 BGB, indem an die Verletzung einer gesetzlichen Pflicht zur Abgabe standardisierter Informationen angeknüpft wird. Dass es dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen freisteht, die Erklärung abzugeben und es dies grundsätzlich nur aufgrund einer vertraglichen Verpflichtung gegenüber dem Bieter tun wird, spricht nicht gegen die deliktische Natur der Haftung aus § 13 Abs. 2 WpÜG. Auch die Haftung für fehlerhafte Auskünfte gemäß § 826 BGB²²⁶ ist nicht von dem Bestehen einer Pflicht zur Auskunftserteilung abhängig. Die zusätzlichen Tatbestandsvoraussetzungen, dass die Finanzierung der Gegenleistung gescheitert sein muss und dass dies auf Nachlässigkeiten des Bieters beruht, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ohne grobe Fahrlässigkeit hätte erkennen müssen, lassen sich zwanglos als kausale Verursachung eines vom Schutzzweck der Norm erfassten Schadens darstellen.

Somit sind alle spezialgesetzlichen Haftungstatbestände des Kapitalmarktrechts rechtsdogmatisch am überzeugendsten im Deliktsrecht zu verorten. Sie weisen eine parallele rechtsdogmatische Struktur auf, indem an die Verletzung gesetzlich statuerter (Informations-)Pflichten angeknüpft wird, ohne dass es eines privatautonom begründeten Näheverhältnisses zum geschützten Anleger bedürfte. Diese Haftungsstruktur kann als Grundstock des kapitalmarktdeliktsrechtlichen Haftungsgebäudes angesehen werden.

²²³ Prägnant *Karampatzos*, Vom Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zur deliktischen berufsbezogenen Vertrauenshaftung (2005), S. 162 f. und passim.

²²⁴ *Berrar*, ZBB 2002, 174, 178 f.; *Georgieff/Hauptmann*, AG 2005, 277, 282 f.; *Möllers*, in: KK-WpÜG (2003), § 13 Rn. 81; *Pfüller/Detweiler*, BKR 2004, 383, 386 f.

²²⁵ In der Praxis hat es sich eingebürgert, im Wesentlichen den Wortlaut des § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG wiederzugeben, vgl. *Pfüller/Detweiler*, BKR 2004, 383, 386. Siehe auch *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 13 Rn. 102.

²²⁶ Dazu unten S. 61.

II. Allgemeines Deliktsrecht

Kapitalmarkthaftung verstanden als Kapitalmarktdeliktsrecht basiert zu wesentlichen Teilen auf den §§ 823 ff. BGB. So ist anerkannt, dass in den Bereichen, die spezialgesetzlich nicht erfasst sind, eine allgemeine deliktische Haftung auch im Fahrlässigkeitsbereich in Betracht kommt.²²⁷ Bei der konkreten Subsumtion kapitalmarktrechtlicher Sachverhalte unter die Tatbestände des allgemeinen Deliktsrechts ergeben sich jedoch häufig Detailprobleme, die dazu führen, dass das Gebäude des Kapitalmarktdeliktsrechts als noch im Bau befindlich betrachtet werden muss.

1. Haftung für die Verletzung absoluter Rechte (§ 823 Abs. 1 BGB)

Im Kapitalmarktdeliktsrecht geht es wesentlich um die Haftung für reine Vermögensschäden.²²⁸ Der Schutz absoluter Rechte ist daher nur peripher von Interesse. In Betracht kommt dabei insbesondere die Verletzung von *Mitgliedschaftsrechten der Aktionäre*.²²⁹ Das Mitgliedschaftsrecht in der Aktiengesellschaft ist überwiegend anerkannt als absolutes Recht im Sinne von § 823 Abs. 1 BGB.²³⁰ Umstritten ist allerdings, ob lediglich der in der Mitgliedschaft liegende Zuweisungsgehalt geschützt ist²³¹ oder auch die mitgliedschaftliche Sonderbeziehung absoluten Schutz genießt.²³² Ein deliktischer Schutz der mitgliedschaftlichen Sonderbeziehung ist im Ergebnis abzulehnen. Es ist nicht ersichtlich, welches der über den verbandsrechtlichen Schutz hinausgehende²³³ Gewinn einer solchen „Verdinglichung“

²²⁷ Kort, AG 1999, 9, 19.

²²⁸ Dazu ausführlich unten S. 48 ff.

²²⁹ Keine Rolle spielt im Kapitalmarktdeliktsrecht dagegen das *Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb*. Denn danach wird der „Gewerbebetrieb“ vor „betriebsbezogenen“ Eingriffen geschützt, vgl. nur Hager, in: Staudinger (1999), § 823 Rn. D 6 f.; Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 184. Das Kapitalmarktdeliktsrecht regelt dagegen die Rechtsbeziehung zwischen Kapitalgebern, Emittenten und Marktintermediären, also derjenigen, die den „Gewerbebetrieb“ erst konstituieren.

²³⁰ Berg/Stöcker, WM 2002, 1569, 1578; Brondics, Aktionärsklage (1988), S. 83; Habersack, Mitgliedschaft (1996), S. 117 ff.; Larenz/Canaris, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 76 II 4. e) (S. 394); Lutter, AcP 180 (1980), 84, 130 f.; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht⁴ (2002), § 19 I 3. a) (S. 549); Wiedemann, Gesellschaftsrecht. I (1980), S. 95, 239 f.; anders Beuthien, in: FS Wiedemann (2002), S. 755, 764 ff., der allerdings ebenfalls für einen deliktischen Schutz der Mitgliedschaft eintritt (a.a.O., S. 766 f.). Siehe auch Zöllner, ZGR 1988, 392, 437.

²³¹ Ganz h.M. vgl. Hopt, in: Großkomm.-AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 471 ff. m.w.N.

²³² So Mertens, AG 1978, 309, 310; ders., AcP 178 (1978), 227, 242 ff.

²³³ Zum allgemeinen Prinzip, „daß inter partes, daß also im Verhältnis der Parteien einer Schuldrechtsbeziehung die Unterscheidung zwischen ‚absoluten‘ und ‚relativen‘ Schutzpositionen keine Bedeutung besitzt“ vgl. Picker, JZ 1987, 1041, 1056.

und wie sie, als Ausnahme des allgemeinen Grundsatzes vom relativen Schutz der Sonderrechtsbeziehungen, zu rechtfertigen wäre.²³⁴

Fraglich ist aber, wann ein Eingriff in den Zuweisungsgehalt der Mitgliedschaft vorliegt, der Schadensersatzansprüche gemäß § 823 Abs. 1 BGB auslösen kann. Nach einer Ansicht soll bei Kompetenzübergriffen des Vorstands in Bereiche, die in die Aktionärszuständigkeit fallen („Holzmüller“-Konstellation),²³⁵ stets ein Eingriff in die Mitgliedschaft als absolutes Recht gegeben sein.²³⁶ Dagegen wird eingewandt, die Mitgliedschaft werde erst durch das Verbandsrecht konstituiert und könne daher keinen absoluten Schutz gegenüber dem Verband selbst genießen.²³⁷ Einiges spricht für diese Kritik: Es ist logisch nicht möglich, dass sich die Gesellschaft die Mitgliedschaft im eigenen Verband anmaßt.²³⁸ Vielmehr können Gesellschaftsorgane im Verhältnis zu den Aktionären nur gegen interne Verbandszuständigkeiten verstoßen, die aber gerade keinen absoluten Schutz genießen, sondern nur im Verhältnis von innerverbandlich Berechtigten zu innerverbandlich Verpflichteten gelten. Daher kann sich der Aktionär aufgrund der Mitgliedschaft als absolut geschütztem Recht nur gegen Eingriffe, die dem Entzug der Aktionärsstellung gleichkommen,²³⁹ nicht aber gegen bloße Kompetenzverstöße der Organe wehren. Bei letzteren richtet sich der Rechtsschutz nach den speziellen Vorschriften des Gesellschaftsrechts (z.B. §§ 93, 116 AktG) oder – falls solche im konkreten

²³⁴ Diese Thematik kann hier nur angerissen werden. Vgl. dazu *Pflugradt*, Erzwingung rechtmäßigen Vorstandsverhaltens (1990), S. 44 f. und *Zöllner*, ZGR 1988, 392, 429 f., der auf die Parallele zum deliktischen Schutz von Forderungsrechten verweist.

²³⁵ Benannt nach der sog. „Holzmüller“-Entscheidung BGHZ 83, 122.

²³⁶ *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht⁴ (2002), § 21 V 3. a) (S. 649) mit Bezug auf negatorische Abwehrrechte; a.A. *Wiedemann*, Organverantwortung (1989), S. 54, der eine gesellschaftsrechtliche Popularklage befürwortet.

²³⁷ *Pflugradt*, Erzwingung rechtmäßigen Vorstandsverhaltens (1990), S. 45; vgl. auch *Adolff*, ZHR 169 (2005), 310, 316; *Zöllner*, ZGR 1988, 392, 429 f. Nach *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 76 II 4. e) (S. 395 f.) ist zu differenzieren, ob die Verletzungshandlung des Gesellschaftsorgans Außenwirkung in Bezug auf Dritte hat („Schärenkreuzer-Fall“, BGHZ 110, 323, 334 f. – dann Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB gegeben) oder es sich um einen innerverbandsrechtlichen Akt handelt (dann eher kein Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB).

²³⁸ Dies ist aber der Charakter von Eingriffen in den Zuweisungsgehalt von Mitgliedschaftsrechten; vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 76 II 4. e) (S. 394).

²³⁹ *Habersack*, Mitgliedschaft (1996), S. 258 ff. spricht sich für einen deliktischen Schutz auch von Teilhabe- und Herrschaftsbefugnissen des Aktionärs am Beispiel des rechtswidrigen Bezugsrechtsausschlusses aus. Hier gilt aber das im Haupttext Ausgeführte: Die Teilhabe- und Herrschaftsbefugnisse ergeben sich aus der Sonderbeziehung „Mitgliedschaft“, sind also insoweit relativer Natur und genießen nur bezüglich ihres Bestands, nicht aber ihrer Befolgung durch andere Akteure innerhalb der Gesellschaft deliktischen Schutz durch § 823 Abs. 1 BGB.

Fall fehlen sollten – gegebenenfalls subsidiär nach § 280 BGB, nicht aber nach § 823 Abs. 1 BGB.

Im Kontext des Kapitalmarktdeliktsrechts interessiert insbesondere die Frage, ob in dem *Verstoß gegen Publizitätspflichten* eine Verletzung der Mitgliedschaft der Aktionäre durch den Vorstand gesehen werden kann, mit der Folge eines Schadensersatzanspruchs aus § 823 Abs. 1 BGB. Letztlich ist dies schon deshalb abzulehnen, weil die Beeinflussung des Aktienkurses nicht die Mitgliedsstellung als solche, sondern nur ihre Werthaltigkeit betrifft.²⁴⁰

Ansätze, rechtsfortbildend aus § 823 Abs. 1 BGB eine deliktische Informationshaftung abzuleiten,²⁴¹ haben sich bisher nicht durchsetzen können²⁴² und sind de lege lata mit dem Gesetz auch nicht zu vereinbaren.

2. Haftung für die Verletzung von Schutzgesetzen (§ 823 Abs. 2 BGB)

Die wichtigste Anspruchsgrundlage des Kapitalmarktdeliktsrechts ist § 823 Abs. 2 BGB.²⁴³ Wie noch zu zeigen sein wird, besitzt eine Vielzahl von kapitalmarktrechtlichen Regelungen Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB.

Herzstück der Anspruchsvoraussetzungen des § 823 Abs. 2 BGB ist die Frage des *Schutzzwecks der jeweiligen Norm*.²⁴⁴ Im Kapitalmarktrecht findet diese Abgrenzungsfrage ihre Entsprechung in der Janusköpfigkeit des Anlegerschutzes, der in Individual- und Kollektivschutz unterteilt zu werden pflegt.²⁴⁵ Die Beantwortung der Frage nach dem Verhältnis dieser beiden Schutzrichtungen im Rahmen einer konkreten Norm des Kapitalmarktrechts beantwortet die Frage nach dem Schutzgesetzcharakter. Die Frage nach der Schutzgesetzzeigenschaft einzelner Vorschriften des öffentlichen Kapitalmarktrechts soll hier nicht abstrakt vor die Klammer gezogen, sondern vielmehr sollen im Laufe der Untersuchung die einzelnen Regelungen auf ihre haftungsbegründende Eigenschaft abgeklopft werden.²⁴⁶ Zunächst

²⁴⁰ OLG München NJW 2003, 144, 146; *Barnert*, WM 2002, 1473; *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 109; *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 120 f.; *Hopt*, in: Großkomm.-AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 471; *Kissner*, Zivilrechtliche Verantwortlichkeit (2003), S. 32 f.; *Rützel*, AG 2003, 69, 71 f. Zum Parallelproblem des deliktischen Schutzes obligatorischer Forderungen vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 76 II. 4. g) (S. 397 f.).

²⁴¹ *Brüggemeier*, Deliktsrecht (1986), S. 291 ff.

²⁴² Siehe nur *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 213 ff.

²⁴³ Vgl. *K. Schmidt*, Kartellverfahrensrecht (1977), S. 348 f., 350 ff. wonach § 823 Abs. 2 BGB, gerade in Bereichen des Spezialdeliktsrechts, der deliktische Grundtatbestand ist.

²⁴⁴ *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 340.

²⁴⁵ Dazu ausführlich unten S. 165 ff.

²⁴⁶ Siehe insbesondere unten S. 235 f. und S. 237 ff.

sind aber die allgemeinen Regeln, nach denen der Schutzgesetzcharakter einer Norm bestimmt wird im kapitalmarktdeliktsrechtlichen Kontext darzustellen. Ausgangspunkt ist dabei der Wille des historischen Gesetzgebers, dass nur solche Gebote und Verbote als Schutzgesetze in Betracht kommen sollen, welche darauf abzielen, die Interessen des Einen vor der Beeinträchtigung durch den Anderen zu bewahren, nicht dagegen die im Interesse der Gesamtheit auferlegten gesetzlichen Pflichten, welche, weil sie den Interessen aller förderlich sind, auch jedem irgendwie Beteiligten zugute kommen.²⁴⁷

a) Schutzgesetzzeigenschaft nach der Rechtsprechung des BGH

Schutzgesetz ist nach ständiger Rechtsprechung des BGH²⁴⁸ eine Rechtsnorm dann, wenn sie – sei es auch neben dem Schutz der Allgemeinheit – gerade dazu dienen soll, den Einzelnen oder einzelne Personenkreise gegen die Verletzung eines Rechtsguts zu schützen. Dabei kommt es nicht auf die Wirkung, sondern auf Inhalt und Zweck des Gesetzes sowie darauf an, ob der Gesetzgeber bei Erlass des Gesetzes gerade einen Rechtsschutz, wie er wegen der behaupteten Verletzung in Anspruch genommen wird, zugunsten von Einzelpersonen oder bestimmten Personenkreisen gewollt oder doch mitgewollt hat. Es genügt, dass die Norm auch das Interesse des Einzelnen schützen soll, mag sie auch in erster Linie das Interesse der Allgemeinheit im Auge haben.

Nicht für den Schutzgesetzcharakter ausreichend soll dagegen sein, wenn der dem Einzelnen zustatten kommende mittelbare Schutz nur eine *Reflexwirkung des Gesetzes* ist.²⁴⁹ Es soll sich vielmehr aus dem Gesamtzusammenhang des Normengefüges ergeben müssen, dass die Schaffung eines Schadensersatzanspruchs tatsächlich vom Gesetz erstrebt wird, das heißt, dass ein solcher besonderer Schadensersatzanspruch sinnvoll und im Licht des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheint. In diesem Zusammenhang könne es auch eine Rolle spielen, ob der Geschädigte in ausreichender Weise anderweitig abgesichert ist. Schließlich sei auch darauf zu achten, ob ein durch ein Schutzgesetz geschaffener Schadensersatzanspruch im Widerspruch zu allgemeinen Rechtsprinzipien stünde, und zu fragen, ob dieser Widerspruch wirklich gewollt ist.²⁵⁰

²⁴⁷ Vgl. Prot. II, 568.

²⁴⁸ BGHZ 160, 134, 139; zuvor etwa BGH NJW 1973, 1547; BGHZ 40, 306; 46, 17, 23; 66, 388, 390; 84, 312, 314; 100, 13, 14 f.; 103, 197, 199; 106, 204, 206; 116, 7, 13.

²⁴⁹ Grundlegend BGHZ 89, 383, 401 (zum Landfriedensbruch).

²⁵⁰ Zum Ganzen BGHZ 125, 366, 374.

b) Schutzgesetzeigenschaft nach der Literatur

Die rechtswissenschaftliche Literatur zur Frage der Schutzgesetzeigenschaft von Normen steht der planen Alternative „Schutzgesetz – ja oder nein“ skeptisch gegenüber. Richtigerweise sei nämlich zu fragen, *für wen und inwiefern* eine Norm als Schutznorm gelten kann.²⁵¹ Zur Konkretisierung wird vorgeschlagen, auf die „Betroffenheit“ gerade des Anspruchstellers abzustellen.²⁵² Im Ausgangspunkt handelt es sich um die Auslegung des potentiellen Schutzgesetzes nach den üblichen Interpretationskanones, wobei die teleologische Methode außen vor bleiben soll, da es gerade um die Bestimmung des Zwecks der Vorschrift gehe.²⁵³ Im konkreten Zugriff werden drei Dimensionen der Auslegung unterschieden: Der geschützte Personenkreis, der sachliche Schutzbereich und die Art des Risikos, vor welchem geschützt wird.²⁵⁴ Richtschnur soll dabei sein, dass die ganz allgemein konzipierte Vorschrift des § 823 Abs. 2 BGB nicht zum deus ex machina werden dürfe, der eine ausgewogene gesetzgeberische Wertung zunichte macht.²⁵⁵ Das Haftungsrecht müsse vielmehr die geeignete Materie sein, um den konkreten Interessenkonflikt zu lösen.²⁵⁶

Besondere Kriterien für die Schutzgesetzermittlung sollen im für diese Untersuchung besonders interessanten Bereich der *Haftung für reine Vermögensschäden*²⁵⁷ gelten. Hintergrund ist das Bemühen um die Begrenzung der Haftung auf einen ex ante erkennbaren Kreis konkret, erheblich und nachweisbar betroffener Rechtssubjekte.²⁵⁸ Zu diesem Zweck wurde insbesondere von *Knöpfle* und *Canaris* vorgeschlagen, § 823 Abs. 2 BGB im Falle der Haftung für reine Vermögensschäden strukturell einzuschränken, indem die Regelungen von § 823 Abs. 1 BGB und § 826 BGB als Grundwertungen herausgestellt werden, zu denen sich § 823 Abs. 2 BGB

²⁵¹ *Schmiedel*, Deliktobligationen (1974), S. 120; *K. Schmidt*, Kartellverfahrensrecht (1977), S. 359 f.

²⁵² *K. Schmidt*, in: FS *Canaris* (2007), Bd. 1, S. 1175, 1186 ff., 1190.

²⁵³ *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 341; vgl. auch *Schmiedel*, Deliktobligationen (1974), S. 159 ff. der die Schutzweckermittlung aus der Normstruktur, dem Zusammenhang und der Entstehungsgeschichte behandelt. Dazu ausführlich auch *Mertens*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 823 Rn. 166 ff. Dagegen will *Hager*, in: Staudinger (1999), § 823 Rn. G 23 auch auf den Zweck des Gesetzes, genauer: seinen Schutzzumfang, zur Ermittlung des Schutzgesetzcharakters abstellen.

²⁵⁴ Grundlegend *Rümelin*, AcP 90 (1900), 171, 306; siehe auch *Hager*, in: Staudinger (1999), § 823 Rn. G 24 ff.; *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung (1998), S. 244 ff.; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 344.

²⁵⁵ *Schmiedel*, Deliktobligationen (1974), S. 249.

²⁵⁶ *Deutsch*, Allgemeines Haftungsrecht² (1996), Rn. 62.

²⁵⁷ Allgemein dazu unten S. 204 ff.

²⁵⁸ *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 345. Vgl. auch *Bistrizki*, Qualifikation einer Norm als Schutzgesetz, Diss. (1981), S. 24, der den Schutz vor Popularklagen betont.

nicht in Widerspruch setzen dürfe.²⁵⁹ Dabei wird teilweise das Strafgesetz als Paradigma des Schutzgesetzes im Bereich der Haftung für reine Vermögensschäden angesehen,²⁶⁰ wohingegen die einfache Bußgeldbewehrung für sich genommen nicht ausreichend, aber auch nicht hindernd sei.²⁶¹ Dem wird entgegengehalten, aus der Art der Sanktion könne nicht auf die Schutzrichtung einer Norm geschlossen werden.²⁶² Einigkeit besteht aber insofern, dass die Haftung für reine Vermögensschäden zwingend eines „Filters“ bedürfe, der den Schutzbereich des Deliktsrechts im Einzelfall definiert.²⁶³

c) Schutzgesetze im Kapitalmarktrecht: Das WpHG als pars pro toto

aa) Bedeutung von § 15 Abs. 6 WpHG und § 4 Abs. 2 WpHG a.F.

Das Kapitalmarktrecht ist eine der seltenen Rechtsmaterien, die mit § 15 Abs. 6 WpHG eine Norm aufweist, welche explizit ihre Schutzgesetzqualität im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB ausschließt.²⁶⁴ Nach der Vorstellung der Verfasser dieser erst im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens „handstreichartig“²⁶⁵ eingeführten Regelung, sollte sie (in ihrer ursprünglichen Fassung) rein deklaratorischen Charakter haben, also klarstellen was nach Vorstellung ihrer Erfinder aufgrund des Normzwecks ohnehin gegolten hätte.²⁶⁶ Abhandlungen zum Schutzgesetzcharakter kapitalmarktrechtlicher Vorschriften ranken sich seitdem um die Auslegung von § 15 Abs. 6 WpHG.²⁶⁷ Teils dient dieser punktuelle Ausschluss einer Schutznormquali-

²⁵⁹ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 47 ff.; *Knöpfle*, NJW 1967, 697, 700. Demgegenüber betont *Karollus*, Haftung aus Schutzgesetzverletzung (1992), S. 124 ff., dass es sich bei § 823 Abs. 2 BGB um einen gegenüber § 823 Abs. 1 BGB und § 826 BGB *gleichrangigen* Haftungstatbestand handele; ähnlich *Bachmann*, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 93, 123 f. Siehe zum Ganzen auch unten S. 204 f.

²⁶⁰ *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 77 II 4. c) (S. 438) und § 77 III 2. a) (S. 441).

²⁶¹ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 64.

²⁶² *Schiemann*, in: Erman, BGB¹² (2008), § 823 Rn. 158.

²⁶³ *Schiemann*, in: Erman, BGB¹² (2008), § 823 Rn. 153; *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung (1998), S. 125 ff.; *Spindler*, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 823 Rn. 155; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 177.

²⁶⁴ Dazu bereits oben S. 28.

²⁶⁵ So *Gehrt*, Ad-hoc-Publizität (1997), S. 195.

²⁶⁶ Vgl. Bericht des Finanzausschusses zum WpHG, BT-Drucks. 12/7918, S. 102. Nach der Einführung der §§ 37b, 37c WpHG kann von deklaratorischem Inhalt jedenfalls keine Rede mehr sein. Zur Interpretation von § 15 Abs. 6 WpHG n.F. siehe oben S. 35 f.

²⁶⁷ Siehe z.B. *Gehrt*, Ad-hoc-Publizität (1997), S. 200 ff.; *Krause*, ZGR 2002, 799, 808 ff.

tät aber auch als Grundlage von Umkehrschlüssen für sonstige Bereiche des öffentlichen Kapitalmarktrechts.²⁶⁸

Kurz nach Erlass des Wertpapierhandelsgesetzes wurde vorgeschlagen, aus § 4 Abs. 2 WpHG a.F. – wonach das damalige Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel seine *Befugnisse ausschließlich im öffentlichen Interesse* wahrnahm – zu folgern, das gesamte Gesetz diene allein öffentlichen Zwecken und nicht auch dem Schutz des privaten Anlegers.²⁶⁹ Spätestens seitdem dieser dem Ausschluss der Amtshaftung dienende²⁷⁰ Vorbehalt aus dem WpHG in § 4 Abs. 4 FinDAG verlagert wurde²⁷¹ und andererseits die Schutzgesetzzeigenschaft einiger Normen (etwa § 31 WpHG)²⁷² nahezu einhellig anerkannt ist, wurde dieser Auffassung jedoch von gleich zwei Seiten die Grundlage entzogen.

bb) Ansätze für ein Gesamtkonzept

Daneben gibt es Versuche, ein Gesamtkonzept der individualschützenden Funktionsweise des Kapitalmarktrechts zu entwerfen. Ausgangspunkt ist die doppelte Schutzrichtung des Anlegerschutzes als Funktionen- und Individualschutz, die sich als zwei Seiten derselben Medaille darstellen.²⁷³

²⁶⁸ Vgl. etwa *Bliesener*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel (1998), S. 152.

²⁶⁹ *Kümpel*, in: Assmann/Schneider, WpHG¹ (1995), § 15 Rn. 16; *Weber*, BB 1995, 157, 164 (für den Bereich des Insiderhandels). Gegen die Ansicht, das WpHG sei insgesamt nur im öffentlichen Interesse ergangen *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 160. Für das WpÜG vgl. *Seibt/Heiser*, ZHR 165 (2001), 466, 485; *Tschauner*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 59 Rn. 79 ff. (für einen Ausschluss der Schutzgesetzzeigenschaft des gesamten WpÜG aufgrund von § 4 Abs. 2 WpÜG); a.A. *Bewilogua*, Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht? (2005), S. 136.

²⁷⁰ Vgl. nur *Schwirten*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG² (2004), § 4 FinDAG Rn. 8 f.

²⁷¹ Dies ist insofern ein Argument gegen die generell fehlende Individualschutzrichtung des WpHG, als im Rahmen der Kreditwesengesetzes, dessen Parallelvorschrift § 6 Abs. 4 a.F. ebenfalls in § 4 Abs. 4 FinDAG aufgegangen ist, die Schutzgesetzzeigenschaft einiger Vorschriften – etwa der §§ 32, 54 KWG – seit langem anerkannt ist; vgl. BGH NJW 1973, 1547, 1549; BGHZ 125, 366, 379.

²⁷² Dazu unten S. 176 f.

²⁷³ Für das WpHG *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 159; grundlegend *ders.*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 51 f. Die Kritik von *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 784 f., die *Hopt'sche* These greife zu kurz, um einen haftungsrechtlichen Individualschutz zu begründen und habe nicht unerheblich dazu beigetragen, dass die Schutzzweckdiskussion in eine Sackgasse geraten sei, übersieht, dass die Feststellung, wer Funktionenschutz betreibe, betreibe zugleich auch Individualschutz, gerade nicht einer generellen „Schutzgesetzautomatik, die keine Haftungsfreiräume duldet“ (Formulierung von *Ekkenga*, a.a.O., S. 783) das Wort redet. Vielmehr betont *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 160, dass für jede einzelne Vorschrift aus ihrer Ausgestaltung und ihrem Zweck ermittelt werden muss, ob der Schutzgesetzcharakter und die Schadensersatzhaftung zu bejahen sind oder nicht.

Dabei könne es nicht ausschlaggebend sein, ob der Text der Bezugsnorm die individuelle Betroffenheit Einzelner – mehr oder weniger zufällig – anklingen lässt oder ob sich aus den Gesetzesmaterialien – oft nicht minder zufällig – entsprechende Hinweise ergeben.²⁷⁴ Vielmehr sollen solche Vorschriften in Betracht kommen, die einen auf den Schutz der Entscheidungsfreiheit oder des Vermögens der Anleger gerichteten Schutzzweck verfolgen.²⁷⁵

Ein einheitliches Haftungskonzept für Marktmanipulationen am Sekundärmarkt hat *Ekkenga* entworfen.²⁷⁶ Er hat vorgeschlagen, die Dysfunktionalität des Marktverhaltens als Eingrenzungskriterium heranzuziehen. Danach soll für solche Gesetzesverstöße, die als eine „*Vernachlässigung funktionalen Marktverhaltens*“ beschrieben werden können, gemäß § 823 Abs. 2 BGB und (soweit durch die konkrete Norm ermöglicht) bereits bei einfacher Fahrlässigkeit haftet werden. Für sonstige Eingriffe in das Handelsgeschehen – und seien sie auch manipulativer Natur – soll dagegen nur bei Handeln in Schädigungsabsicht nach § 826 BGB haftet werden. Konkret will *Ekkenga* die Abgrenzung zwischen beiden Arten der Schädigung parallel zur Unterscheidung zwischen der pflichtwidrigen Nicht- oder Schlechtbedienung marktlicher Einrichtungen (vulgo der Pflichtpublizität) einerseits und dem dysfunktionalen Gebrauch nur faktisch gegebener marktlicher Einflussmöglichkeiten (vulgo freiwilligen Verlautbarungen) andererseits ziehen. „Verwechslungsfähige Missbräuche“ (insbesondere „freiwillige Ad-hoc-Meldungen“) sollen ebenfalls dem haftungsrechtlich relevanten Bereich (womit wohl § 823 Abs. 2 BGB gemeint ist) zugeordnet werden.

Wie sehr auch die grundlegende Bestimmung der Haftung auf Basis eines anreizbasierten, die Marktfunktionalität berücksichtigenden Ansatzes überzeugt,²⁷⁷ umso mehr muss doch die konkrete Umsetzung des Konzepts in Form einer Anlehnung an juristisch geprägte Abgrenzungen von Informationstatbeständen enttäuschen. Denn anders als es *Ekkenga* nahe legt, macht es im Rahmen der Preisbildung auf (semi-)informationseffizienten Kapitalmärkten gerade keinen Unterschied, ob eine falsche Information mittels der Website des Emittenten, auf Pressekonferenzen, während eines Analystentreffens, in Aktionärsbriefen einerseits oder mittels gesetzlich präformierter Publizitätshandlungen andererseits verbreitet wird.²⁷⁸ Dies wird besonders deutlich, wenn man bedenkt, dass die Informationsverar-

²⁷⁴ *Barnert*, WM 2002, 1473, 1478; *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 785; *Krause*, ZGR 2002, 799, 812 f. Vgl. auch *Mertens*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 823 Rn. 169 f.

²⁷⁵ *Möllers*, ZBB 2003, 390, 399.

²⁷⁶ *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 787 ff.

²⁷⁷ Vgl. ausführlich unten S. 165 ff.

²⁷⁸ Vgl. auch *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 155; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 112.

beutung und -weitergabe vermittelt Marktintermediären zu den (positiven) Charakteristika moderner Informationsverarbeitungsprozesse auf Kapitalmärkten gehört.²⁷⁹ Gerade wenn man die Schadensprävention durch Verhaltenssteuerung als haftungsrechtliches Regulierungsziel postuliert,²⁸⁰ ist es nicht überzeugend, diejenigen Arten potentiell manipulativen Verhaltens, die – anders als die vielfach standardisierte und öffentlich-rechtlich überwachte Pflichtpublizität – keiner fein ziselierten öffentlich-rechtlichen Überwachung und Durchsetzung unterworfen sind, im einzig verbleibenden Bereich effizienter Normbefolgungsmechanismen derartig zu privilegieren.

3. Kreditgefährdung (§ 824 BGB)

In Spezialkonstellationen kann auch der Tatbestand der Kreditgefährdung im Kapitalmarktdeliktsrecht eine Rolle spielen. Ihre Bedeutung gewinnt die Norm aber über ihren Anwendungsbereich hinaus dadurch, dass sie zur Grundlage rechtsmethodischer Überlegungen hinsichtlich des Schutzes von Vermögensinteressen im Bereich der (Unternehmens-)Finanzierung gemacht werden kann.

a) Kapitalmarkt als Anwendungsbereich für § 824 BGB

Nach § 824 Abs. 1 BGB haftet, wer der Wahrheit zuwider eine Tatsache behauptet oder verbreitet, die geeignet ist, den Kredit eines anderen zu gefährden oder sonstige Nachteile für dessen Erwerb oder Fortkommen herbeizuführen. Sofern allerdings die Unwahrheit der Mitteilung dem Mitteilenden unbekannt ist, entfällt gemäß § 824 Abs. 2 BGB die Verpflichtung zum Schadensersatz, wenn er oder der Empfänger der Mitteilung an dieser ein berechtigtes Interesse hat.

aa) Haftung der Anleiheemittenten nach § 824 BGB?

Bei unbefangener Lektüre des Gesetzeswortlauts könnte man daran denken, § 824 BGB auf Fehlinformationen des Kapitalmarkts durch Emittenten von Unternehmensanleihen anzuwenden. Zwar handelt es sich bei am Kapitalmarkt notierten Schuldverschreibungen unzweifelhaft um einen „Kredit“ und nicht selten liegen die Pflichtverletzungen (etwa im Bereich der Ad-hoc-Publizität) darin, dass der Wahrheit zuwider Tatsachen verbreitet werden. Von seinem Schutzzweck her ist § 824 BGB aber – ähnlich wie der Tatbestand der Verleumdung – auf solche Situationen gemünzt, in

²⁷⁹ Vgl. etwa LG München I, NZG 2005, 523, 524 f. zur Vermittlung der haftungsbegründenden Kausalität fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen durch Berichte der Wirtschaftspresse.

²⁸⁰ So *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 786.

denen ein *Dritter* falsche Tatsachen verbreitet.²⁸¹ Dies wird insbesondere an § 824 Abs. 2 BGB deutlich, der sich offensichtlich auf Äußerungen durch Dritte bezieht. Gedacht ist an den Fall, in dem ein eigentlich solventer Schuldner dadurch Schäden erleidet, dass seine Gläubiger aufgrund der fehlerhaften Informationen ihm den Kredit kündigen oder zumindest die Konditionen verschlechtern.²⁸² Zudem ist der Tatbestand im Falle von Fehlmeldungen am Anleihemarkt auch gar nicht erfüllt: Die Gefährdung des „Kredits“ der Anleihegläubiger hängt von der Bonität des Emittenten ab, also seiner Fähigkeit, die Zinslast zu tragen und fällige Anleihen zurückzahlen zu können. Im Falle einer beschönigenden Fehlberichterstattung über tatsächlich schlechte Verhältnisse wird der Kredit nicht durch erstere, sondern durch letztere gefährdet. Im Fall der wahrheitswidrigen Verbreitung negativer Tatsachen ist der Emittent tatsächlich zur Rückzahlung in der Lage und der Kredit somit gar nicht in Gefahr.

bb) § 824 BGB und Ratingagenturen

Ein relevanterer Anwendungsfall liegt in der Verbreitung falscher Ratings durch Ratingagenturen oder sonstige Marktintermediäre. So kann insbesondere eine Herabstufung für Emittenten von Schuldverschreibungen zu einer dramatischen Erhöhung ihrer Finanzierungskosten führen.²⁸³ Daher sind Ansprüche eines zu Unrecht herab gestuften Emittenten gegen die Ratingagentur aufgrund von § 824 BGB denkbar.²⁸⁴ Dagegen wird von der h.M. jedoch eingewandt, Ratingurteile seien keine Tatsachenbehauptungen, sondern Werturteile, da sie mit der Fähigkeit zur Schuldentilgung zukünftige Entwicklungen einschätzen. Zwar basiere ein Rating auf Tatsachen; es stelle im Schwerpunkt aber eine Meinungsäußerung dar.²⁸⁵ Die Gegenansicht stellt darauf ab, dass Prognosen über zukünftige Entwicklungen häufig einen auf die Gegenwart bezogenen Tatsachenkern enthalten, so impliziere die Vorhersage, ein Unternehmen werde in Kürze insolvent sein, die Tatsachenbehauptung das Unternehmen sei gegenwärtig insolvenzgefährdet.²⁸⁶ Das Problem gleicht der Frage, unter welchen Voraus-

²⁸¹ *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 824 Rn. 31.

²⁸² *Teichmann*, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 824 Rn. 7; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 824 Rn. 33.

²⁸³ Vgl. *Betsch/Groh/Lohmann*, Corporate Finance² (2000), S. 272 ff. So bedeutete etwa für ThyssenKrupp ein Downgrade durch Standard & Poor's zusätzliche Finanzierungskosten von 20 Millionen Euro jährlich, vgl. Börsenzeitung vom 22.2.2003, S. 9 („S & P kennt keine Gnade“).

²⁸⁴ Vgl. *Däubler*, BB 2003, 429, 433.

²⁸⁵ *Ebenroth/Daum*, WM Sonderbeil. 5/1992, S. 2, 10; *Krämer*, in: Bankrechtstag 2004 (2005), S. 24; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1707.

²⁸⁶ *Mertens*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 824 Rn. 9; *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346, 1350.

setzungen Emittenten für in ihrer Kapitalmarktkommunikation enthaltene Prognosen haften sollen.²⁸⁷ Dabei hat sich insbesondere die schweizerische Doktrin um eine differenzierte Auseinandersetzung mit der Problematik verdient gemacht: Dort gilt, dass nicht nur der veröffentlichte Tatsachekern richtig sein muss (Gebot der Richtigkeit), sondern und vor allem die Prognose auf konkreten, sorgfältig abgeklärten Tatsachen und Wahrscheinlichkeiten beruhen muss (Gebot der Vollständigkeit der Tatsachengrundlage).²⁸⁸ Diese Gedanken sind auch dem deutschen Recht nicht fremd. So ist in der Rechtsprechung zu § 824 BGB anerkannt, dass Aussagen über den Eintritt künftiger Ereignisse zugleich eine Aussage über eine gegenwärtige Tatsache enthalten können. Das sei etwa dann der Fall, wenn die Prognose aus Vorgängen in der Vergangenheit oder Gegenwart hergeleitet wird, nämlich in dem Sinne, dass aus früherem oder jetzigem Verhalten auf bestimmtes Verhalten in der Zukunft geschlossen wird.²⁸⁹ Bezogen auf die Haftung von Ratingagenturen lässt sich daraus ein *Gebot der Richtigkeit und Vollständigkeit des Ratings* ableiten. Mit der Veröffentlichung ihres Urteils über die Bonität eines Unternehmens erklärt eine Ratingagentur implizit mit, dass dies ihre derzeitige Einschätzung des Emittenten auf Grundlage sowohl angemessener Information (Berücksichtigung früheren oder jetzigen Verhaltens von Emittent und Markt) als auch anerkannter Prognosemethoden ist. Hat die Ratingagentur aber in Wirklichkeit wichtige Tatsachen außer Acht gelassen, bestimmte Fakten unangemessen überbewertet oder insgesamt eine nicht anerkannten Maßstäben entsprechende Methode verwandt, stellt es eine falsche Tatsachenbehauptung im Sinne des § 824 Abs. 1 BGB dar, das Ergebnis einer solchen Analyse als „Rating“ zu bezeichnen. Erst recht ist es eine falsche Tatsachenbehauptung, wenn die wirkliche Einschätzung des Emittenten von dem veröffentlichten (weil beispielsweise von interessierter Seite in Auftrag gegebenem) Rating divergiert. Anknüpfungspunkt ist also letztlich die Bezeichnung einer Unternehmensanalyse als „Rating“, denn es ist anerkannt, dass substantiierte Urteile grundsätzlich als Tatsachenbehauptungen zu behandeln sind²⁹⁰ und daher richtig zu sein haben. Vor dem Hintergrund zunehmender Standardisierung des Ratinggeschäfts²⁹¹ kann einer solchen Auslegung des Begriffs „Rating“ nicht entgegengehalten werden, hier werde eine Tatsachenerklärung zu Haftungsbeurteilungszwecken fingiert. Aber auch jen-

²⁸⁷ Ausführlich dazu unten S. 246 und S. 309 f.

²⁸⁸ Kowalewski, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 999, 1039, 1077 m.w.N.

²⁸⁹ BGH NJW 1998, 1223, 1224.

²⁹⁰ Mertens, in: MüKo-BGB³ (1997), § 824 Rn. 15 m.w.N. aus der Rechtsprechung; a.A. aber etwa Wenzel, GRUR 1970, 278, 280 f.

²⁹¹ Vgl. etwa die DVFA – Rating Standards, abrufbar unter <www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/rating/application/pdf/rating_standards_2006.pdf>.

seits der Frage, ob das Rating als solches eine Tatsachenbehauptung darstellt, kann sich eine Haftung gemäß § 824 Abs. 1 BGB aus sonstigen im Zusammenhang mit dem Rating veröffentlichten Tatsachen ergeben. Denn neben der endgültigen Einschätzung des Emittenten ist es durchaus denkbar und nicht unüblich,²⁹² dass in einem Rating oder den begleitenden Presseinformationen auch Fakten – etwa zur Begründung einer Herabstufung – verbreitet werden. Da es sich dabei zumeist um Tatsachenbehauptungen handeln wird, die eine erhebliche Änderung der Bonität des Emittenten implizieren, kann im Falle ihrer Unrichtigkeit der Tatbestand des § 824 Abs. 1 BGB eröffnet sein.

cc) Keine Ansprüche für Anleihegläubiger

Ansprüche der Anleihegläubiger aufgrund von § 824 Abs. 1 BGB scheiden dagegen aus, da nach dem eindeutigen Wortlaut nur derjenige schadensersatzberechtigt ist, dessen Kredit gefährdet wird. Zwar könnten die Gläubiger Nachteile für ihren „Erwerb“ i.S.v. § 824 Abs. 1 BGB erleiden, indem sie aufgrund fehlerhafter Ratings Anleihen „zu teuer“ kaufen oder „zu billig“ verkaufen; aufgrund der Gesetzesformulierung „sonstige Nachteile für dessen Erwerb oder Fortkommen“ wird aber deutlich, dass das Gesetz den Kredit als einen Spezialfall des Erwerbs oder Fortkommens ansieht und insoweit nur verwandte Konstellationen, in denen sich die falsche Tatsachenbehauptung auf die Tätigkeiten des Geschädigten selbst und nicht seines Schuldners bezieht, erfasst werden sollen.

dd) Rechtfertigung nach § 824 Abs. 2 BGB

Selbst wenn der Tatbestand des § 824 Abs. 1 BGB durch ein fehlerhaftes Rating zugunsten des Emittenten eröffnet sein sollte, wird doch in den allermeisten Fällen der Rechtfertigungsgrund²⁹³ des § 824 Abs. 2 BGB eingreifen. Danach ist bei unvorsätzlicher Behauptung falscher Tatsachen eine Abwägung zwischen den betroffenen Rechtsgütern vorzunehmen.²⁹⁴ Die Veröffentlichung von Ratings dient stets den Interessen der Empfänger, also Anleger.²⁹⁵ Vieles spricht auch dafür, dieses Interesse grundsätzlich als berechtigt anzusehen, schließlich fördert die Veröffentlichung von Ratings die Effizienz des Kapitalmarkts und dient dadurch letztlich der Ver-

²⁹² Vgl. nur die Nachrichten und Pressemitteilungen auf den Internetseiten der großen Ratingagenturen, etwa <www.standardandpoors.com> oder <www.moody.com>.

²⁹³ So die h.M. zu § 824 Abs. 2 BGB, vgl. *Hager*, in: Staudinger (1999), § 824 Rn. 9.

²⁹⁴ *Spindler*, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 824 Rn. 24 ff.

²⁹⁵ Der Tatbestand des § 824 Abs. 2 BGB wurde ursprünglich im Interesse von „Auskunftsbüros“ geschaffen – vgl. Prot. II, S. 638 –, so dass die Anwendung auf Ratingagenturen nahe liegt.

besserung der Corporate Governance des Emittenten.²⁹⁶ Damit verbleibt höchstens im Bereich der grob fahrlässigen Verbreitung falscher Ratings ein Restanwendungsbereich für die Abwägung nach § 824 Abs. 2 BGB. Denn es ist ein allgemeiner Grundsatz externer Corporate Governance, dass grob fahrlässige Verbreitung falscher Kapitalmarktinformationen nicht mehr als generell durch berechnete Belange der Corporate Governance – wie etwa das unternehmerische Ermessen – gerechtfertigt angesehen werden kann.²⁹⁷ Daher wird eine Interessenabwägung im Einzelfall erforderlich. Dabei ist abstrakt davon auszugehen, dass bei solchen Ratings, die erwartungsgemäß besonders einschneidende Folgen für den Emittenten haben werden (z.B. Herabstufung in die Kategorie der „Junk Bonds“; die Einstufung als „insolvenzgefährdet“), das Rating vor seiner Veröffentlichung besonders genau auf seine Richtigkeit überprüft werden muss. Wenn sich in diesen Fällen die Unrichtigkeit des Ratings geradezu aufdrängt,²⁹⁸ haftet die Ratingagentur dem Emittenten gemäß § 824 Abs. 1 BGB.

b) § 824 BGB im System des (Kapitalmarkt-)Deliktsrechts

aa) Stellung des § 824 BGB in der Dogmatik des Deliktsrechts

Es entspricht der ganz herrschenden Auffassung, dass primäre Vermögensschäden im deutschen Deliktsrecht de lege lata nicht bzw. nur unter den Voraussetzungen einer sittenwidrigen Schädigung oder des Verstoßes gegen ein Schutzgesetz zu ersetzen seien.²⁹⁹ Interessanterweise wird in der Diskussion über den deliktischen Schutz reiner Vermögensinteressen § 824 BGB – soweit ersichtlich – nicht erwähnt. Dabei handelt es sich um eine Vorschrift, die zumindest nach ihrer Stellung im Gesetz zum „Kernbereich“ des deutschen Deliktsrechts zu zählen ist und unzweifelhaft dem Vermögensschutz dient, wobei die Haftung bereits bei einfacher Fahrlässigkeit greift!³⁰⁰ Teilweise wird § 824 BGB als Spezialausprägung des All-

²⁹⁶ Dazu unten S. 186 ff.

²⁹⁷ Ausführlich dazu unten S. 460 ff.

²⁹⁸ Vgl. *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 824 Rn. 40, der die Auffassung vertritt, § 824 Abs. 2 BGB modifiziere das Fahrlässigkeitskalkül für den Bereich der Äußerungsdelikte.

²⁹⁹ Vgl. vorläufig *Canaris*, VersR 2005, 577, 581; *Hager*, in: Staudinger, Eckpfeiler des Zivilrechts (2005), S. 819, 821; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 75 I 3.b) (S. 356); *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), Vorbemerkung §§ 823 ff. Rn. 15; ausführlich zum Ganzen unten S. 204 ff.

³⁰⁰ Allg. Ansicht, vgl. etwa *Schiemann*, in: Erman, BGB¹² (2008), § 824 Rn. 7; *Spindler*, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 824 Rn. 43; *Sprau*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 824 Rn. 10; *Teichmann*, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 824 Rn. 9; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 824 Rn. 53.

gemeinen Persönlichkeitsrechts³⁰¹ oder als einem Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB entsprechend³⁰² bezeichnet, so dass sich der Schutz des Vermögens nur als „sekundärer“ darstellt,³⁰³ wie er auch sonst im Rahmen von § 823 BGB allgemein anerkannt ist. Dem wird entgegengehalten, dass § 824 BGB tatsächlich auf den Schutz reiner Vermögensinteressen ausgerichtet sei.³⁰⁴ Sofern man § 824 BGB nicht als Spezialfall der Schutzgesetzverletzung versteht und mit dieser Begründung eine Systemwidrigkeit leugnet,³⁰⁵ werden aus der Tatsache, dass das BGB offenbar einen Deliktstatbestand enthält, der den Ersatz reiner Vermögensschäden bereits bei einfacher Fahrlässigkeit ermöglicht, keine Konsequenzen gezogen. Die Interpretation als Spezialfall des Ehrschutzes, wie sie die Ansicht vornimmt, die in § 824 BGB eine Ausprägung des Allgemeinen Persönlichkeitsrechts sehen will, kann jedenfalls nicht überzeugen. Nach dem eindeutigen Wortlaut von § 824 Abs. 1 BGB und unter Berücksichtigung der einschränkenden Auslegung, wonach eine „Unmittelbarkeit“ zwischen Behauptung und Betroffenheit erforderlich sei, die es ermögliche, dass der Betroffene ex ante dadurch individualisierbar ist, dass sich die falsche Behauptung mit dem Anspruchsteller selbst befassen oder doch in enger Beziehung zu seinen Verhältnissen, seinem Betrieb oder seiner gewerblichen Leistung stehen muss,³⁰⁶ ist es ohne weiteres denkbar, dass der Tatbestand erfüllt wird, ohne dass damit eine negative Aussage über den Geschädigten verbunden ist. So kann in einem oligopolistisch verfassten Markt der Erwerb eines Wettbewerbers auch dadurch gefährdet werden, dass über die Produkte seines Konkurrenten (etwa im Rahmen von Warentests oder Preisvergleichen)³⁰⁷ unrichtige positive Tatsachen verbreitet werden.

³⁰¹ Hager, in: Staudinger (1999), § 824 Rn. 1; Spindler, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 824 Rn. 1, 3; Steffen, in: RGRK¹² (1989), § 824 Rn. 2.

³⁰² Larenz/Canaris, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 79 I 1.a) (S. 463 f.).

³⁰³ Vgl. BGHZ 90, 113, 119, wonach durch § 824 BGB nur diejenigen Interessen geschützt seien, die der Betroffene an durch Falschinformationen nicht belasteten wirtschaftlichen Beziehungen zu dem Personenkreis hat, der ihm als Kreditgeber, als Abnehmer und Lieferant, als Auftrag- und Arbeitgeber, d. h. im weiten Sinn als „Geschäftspartner“ Existenz und Fortkommen im Wirtschaftsleben ermöglicht. Zustimmend Larenz/Canaris, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 79 I 3.c) (S. 470); Mertens, in: MüKo-BGB³ (1997), § 824 Rn. 38; ablehnend Steinmeyer, JZ 1989, 781, 786; Stürmer, in: FS Lukes (1989), S. 237, 243.

³⁰⁴ Steinmeyer, JZ 1989, 781, 785 f.; Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 824 Rn. 3.

³⁰⁵ So Larenz/Canaris, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 79 I 1.a) (S. 464).

³⁰⁶ Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 824 Rn. 35 ff. m.w.N.; a.A. Hager, in: Staudinger (1999), § 824 Rn. 7, der aber auch dafür eintritt, dass der Kreis der Betroffenen nach allgemeinen Regeln abgrenzbar sein muss.

³⁰⁷ Vgl. BGH NJW 1986, 981, 982. Gerade bei einer Ranglistenbildung geht die fehlerhafte schlechte Einstufung eines Anbieters mit einer unberechtigten Besserstellung seiner Konkurrenten einher und vice versa.

bb) Kapitalmarktrechtspolitische Wertungen des § 824 BGB

Auch im genuin kapitalmarktdeliktlichen Kontext können aus § 824 BGB rechtssystematische Einsichten gewonnen werden. So wurde vorgeschlagen, im Rahmen der Dogmatik der Sekundärmarkthaftung nach der Urheberchaft einer Fehlinformation zu differenzieren. Danach sollen Ratingagenturen, „Börsengurus“, Wertpapieranalysten und mit Wertpapieranalyse befasste Wertpapierdienstleistungsunternehmen für Falschinformationen gar nicht oder erst bei Vorsatz (und Sittenwidrigkeit) haften.³⁰⁸ Ein solches Haftungskonzept setzt sich in Widerspruch zur Grundaussage des § 824 BGB, wonach auch an einer Finanzierungsbeziehung völlig unbeteiligte Dritte bei Verbreitung von unmittelbar auf diese Beziehung einwirkenden falschen Informationen im Grundsatz bereits bei einfacher Fahrlässigkeit haften können.

4. Haftung für sittenwidrige Schädigung (§ 826 BGB)

Im Bereich der Sekundärmarkthaftung hat sich § 826 BGB als der Tatbestand etabliert, den die Rechtsprechung bei der Aufarbeitung des „Neuen Markts“ anwendet.³⁰⁹ Damit hat der BGH nach den Worten des früheren Vorsitzenden Richters *Röhrich* auf die „allgemeinste der allgemeinen Vorschriften des deutschen Rechts“³¹⁰ zurückgegriffen. Diese Lösung ist so reizvoll wie gefährlich. Trefflich zeigt der BGH auf, dass es sich bei Kapitalmarkthaftung um einen Kernbereich deliktischer Verantwortlichkeit handelt. Misslich ist aber, dass durch die Anwendung des § 826 BGB Lösungen für genuin kapitalmarktrechtliche Probleme unter Nutzung bereits durch lange Urteilsketten begradigter Entscheidungspfade gesucht werden, deren Wegführung teilweise an den Besonderheiten der Marktgegebenheiten vorbeigeht. Dies ist im Einzelnen zu entfalten.

a) § 826 BGB im Kapitalmarktrecht

In einem Resümee des bisherigen Standes der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung hat *Fleischer* konstatiert, der BGH habe auf

³⁰⁸ *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 790.

³⁰⁹ Erstmals LG Augsburg NJW-RR 2001, 1705, 1706 f. basierend auf dem Gutachten von *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648. Zunächst standen Schrifttum (vgl. exemplarisch *Groß*, WM 2002, 477, 484 wonach § 826 BGB nur in seltenen Ausnahmefällen in Betracht käme) und Gerichte (exemplarisch LG Augsburg, 6. Zivilkammer, NZG 2002, 428, 429) einer Anwendung von § 826 BGB jedoch äußerst kritisch gegenüber. Allgemein durchgesetzt hat sich § 826 BGB erst durch die „Infomatec“-Urteile BGHZ 160, 134; 160, 149; BGH NJW 2004, 2668.

³¹⁰ Siehe *Süddeutsche Zeitung* vom 22.7.2004, S. 22 („Karlsruhe nimmt Vorstände in die Pflicht“). Vgl. auch *Deutsch*, JZ 1963, 385, 389 („Generalklausel des Rechts der unerlaubten Handlungen“); *Kieth*, NZG 2005, 333, 336 („Allzweckwaffe“).

Grundlage des § 826 BGB ein eigenständiges Gebäude der Informationshaftung errichtet.³¹¹ Im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit steht dabei die Haftung am Sekundärmarkt, insbesondere für *fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen*. Der BGH hat aber auch entschieden, dass eine deliktische Haftung von Prospektverantwortlichen wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung in Betracht komme, wenn ein Anleger mit Hilfe unrichtiger Prospektangaben durch arglistige Täuschung zum Vertragsschluss veranlasst werden soll.³¹² Darüber hinaus wird in der Literatur diskutiert, inwieweit pflichtwidrig unterlassene Publizitätsakte eine sittenwidrige Schädigung darstellen können.³¹³ Somit ist grundsätzlich der gesamte Bereich kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung unter § 826 BGB subsumierbar. Im Detail haben die Gerichte dies bisher vor allem für den Fall der unrichtigen Ad-hoc-Mitteilung exemplifiziert.

aa) Sittenwidrigkeit im Falle fehlerhafter Kapitalmarktpublizität

Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung liegt die für § 826 BGB erforderliche Sittenwidrigkeit einerseits darin, dass die Verantwortlichen durch die Veröffentlichung inhaltlich falscher Ad-hoc-Mitteilungen zu erkennen geben, dass ihnen jedes Mittel recht ist, um in den potenziellen Anlegern des Marktes positive Vorstellungen über den Wert des Unternehmens hervorzurufen und den Kurs der Aktie „zu pushen“. ³¹⁴ Darüber hinaus stützt der BGH die Sittenwidrigkeit darauf, dass in den entschiedenen Fällen die betreffenden Vorstände (die zugleich Gründungsgesellschafter waren) mit der Veröffentlichung der falschen Ad-hoc-Mitteilungen auch in jedenfalls objektiv unlauterer Weise „eigene Zwecke“ verfolgten. Ihnen sei

³¹¹ *Fleischer*, ZIP 2005, 1805. Anders etwa *Körner*, NJW 2004, 3386, 3387 („Einzel-fallentscheidungen“).

³¹² BGH NJW-RR 2005, 751.

³¹³ Dazu sogleich unten S. 61 f.

³¹⁴ BGH NJW 2004, 2668, 2670 f. Ähnlich die Ansätze in der Literatur, die sich an bereits bekannte Fallgruppen der deliktischen Auskunftshaftung – dazu sogleich im Haupttext – anlehnen, z.B. *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 202 ff.; *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063, 1068; *Hewicker*, Ad-hoc-Publizität (2005), S. 132 ff.; *Kissner*, Zivilrechtliche Verantwortlichkeit (2003), S. 104 ff.; *Krause*, ZGR 2002, 799, 822 f.; *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1652 ff.; *dies.*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 15 Rn. 17 ff.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 53; *Rieckers*, BB 2002, 1215, 1217; *Rössner/Bolkart*, WM 2003, 953, 958; *Rützel*, AG 2003, 69, 73. Demgegenüber will *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 138 ff. eine eigene Fallgruppe des Missbrauchs kapitalmarktrechtlicher Informationsinstrumente entwickeln. Kritisch zur Annahme von Sittenwidrigkeit bei falschen Ad-hoc-Mitteilungen *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 939 mit Fn. 96 mit dem Argument, dass im Verhältnis von Anleger zu Emittent das notwendige besondere Vertrauen fehle, da die Anleger damit rechnen müssten, dass der Emittent seine Lage im Zweifel etwas rosiger zeichne; krit. dazu *Doğan*, a.a.O., S. 204.

nämlich bewusst gewesen, dass eine durch die unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen bewirkte Kurssteigerung zu einer Wertsteigerung der eigenen Beteiligung als Aktionäre führen würde.³¹⁵

Unklar und in der Literatur umstritten ist das Verhältnis dieser beiden die Sittenwidrigkeit konstituierenden Elemente. Der BGH hat sich nur insoweit geäußert, als dass die „eigenen Zwecke“ nicht das vorrangige Ziel oder gar Endziel der ungesetzlichen Handlungsweise gewesen sein müssten.³¹⁶ Die überwiegende Ansicht in der Literatur geht dahin, in Anlehnung an die aus der deliktischen Haftung für falsche Auskünfte bekannten Fallgruppen der „bewusst unrichtigen Auskunft“ bzw. der „ins Blaue“ gemachten Angaben³¹⁷ die Sittenwidrigkeit des Verhaltens auch ohne intendierten Eigennutz zu bejahen.³¹⁸ Dem wird jedoch entgegengehalten, bei fehlender Verfolgung eigener Zwecke könne das Handeln nicht als zutiefst verwerflich betrachtet werden und zudem führe die Annahme von Sittenwidrigkeit unabhängig von egoistischen Motiven zu einer Erodierung der Voraussetzungen des § 826 BGB.³¹⁹ Je nach Auslegung des Merkmals „Eigennützigkeit“ kommt dem Streit nur wenig praktische Relevanz zu. Denn die moderne ökonomisch-psychologische Forschung zeigt, dass sich Publizitätspflichtverletzungen letztlich so gut wie immer damit erklären lassen, dass die Verantwortlichen einen ihnen persönlich vorteilhaften Weg wählen, insbesondere – aber nicht nur – in Zeiten wirtschaftlicher Krisen.³²⁰ Dies gilt umso mehr für vorsätzliche Publizitätspflichtverletzungen. Sofern die „eigenen Zwecke“ auch in einem auf die Sicherung der eigenen Stellung bedachten Verhalten³²¹ liegen können und insoweit keine

³¹⁵ BGH NJW 2004, 2668, 2671.

³¹⁶ BGH NJW 2004, 2668, 2671.

³¹⁷ Zuletzt wieder BGHZ 159, 1, 11 f.; siehe auch BGH NJW 1979, 1599; NJW 1986, 180, 181; NJW 1987, 1758; NJW 1991, 3282, 3283; NJW 2003, 2825, 2826.

³¹⁸ *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 204 f., anders aber S. 207 f.; *Dühn*, Schadenersatzhaftung (2004), S. 139 f.; *Fleischer*, DB 2004, 2031, 2034; *Krause*, ZGR 2002, 799, 823; *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 15 Rn. 17 ff.; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 53; *Schwark*, in: FS Hadding (2004), S. 1117, 1131 f.

³¹⁹ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 117 f.; *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839, 1841 f.; *Rützel*, AG 2003, 69, 73; *Spindler*, WM 2004, 2089, 2092; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 138. Vgl. auch *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung (2005), S. 9, 133 wonach die Rückabwicklung gemäß § 826 BGB nur in Ausnahmefällen in Betracht kommen soll.

³²⁰ Ausführlich dazu unten S. 376 ff. und S. 388 ff.

³²¹ In dem von *Krause*, ZGR 2002, 799, 823 und *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 118 angeführtem Beispiel einer zum Schutze von Sanierungsbemühungen und der Sicherung von Arbeitsplätzen unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung, wird es den geschädigten Anlegern ein Leichtes sein, zu belegen, dass es den betreffenden Vorständen (auch) um den Erhalt ihrer eigenen Arbeitsplätze ging, die im Falle einer Insolvenz stets in Gefahr sind.

übermäßig beeinträchtigenden Beweishürden aufgestellt werden, dürfte der skizzierte Streit kaum je über das Stadium einer akademischen Meinungsverschiedenheit hinausgelangen.

Im Falle der Haftung wegen unrichtiger oder unvollständiger Prospektangaben kann sich die Sittenwidrigkeit nach der Rechtsprechung des BGH daraus ergeben, dass sich der *fehlerhafte Prospekt als arglistige Täuschung* der Anleger darstellt.³²² Die entsprechende BGH-Entscheidung bezieht sich auf einen Fall, in dem § 826 BGB mit Ansprüchen aus bürgerlich-rechtlicher Prospekthaftung konkurrierte; aufgrund der Öffnungsklausel in § 47 Abs. 2 BörsG lassen sich diese Grundsätze aber ohne weiteres auf Fallkonstellationen übertragen, die zusätzlich der spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterfallen.³²³ Die praktische Bedeutung von § 826 BGB ergibt sich daraus, dass nach h.M. unterschiedliche Verjährungsfristen gelten sollen.³²⁴

Sofern es sich um die Haftung von Dritten, insbesondere von *Abschlussprüfern oder Experten*, die an der Erstellung des Prospekts in erkennbarer Weise mitgewirkt haben, handelt, ergibt sich die Sittenwidrigkeit aus den allgemeinen Grundsätzen der deliktischen Expertenhaftung. Danach liegt die Sittenwidrigkeit in einem leichtfertigen und gewissenlosen Verhalten des Experten, das in solchen Konstellationen angenommen wird, in denen der Verstoß gegen die üblichen Methoden so schwer ausfällt, dass der Experte sich der nahe liegenden Gefahr der Unrichtigkeit seines Testats klar bewusst ist.³²⁵

In der Rechtsprechung ist anerkannt, dass die Sittenwidrigkeit auch in einem *Unterlassen* liegen kann. Allerdings hat der BGH entschieden, dass ein Unterlassen die guten Sitten nur verletze, wenn das geforderte Tun einem sittlichen Gebot entspricht. Hierfür reiche die Nichterfüllung einer allgemeinen Rechtspflicht, aber auch einer vertraglichen Pflicht nicht aus. Es müssten vielmehr besondere Umstände hinzutreten, die das schädigende Verhalten wegen seines Zwecks oder wegen des angewandten Mittels oder mit Rücksicht auf die dabei gezeigte Gesinnung nach den Maßstäben der allgemeinen Geschäftsmoral und des als „anständig“ Geltenden verwerf-

³²² BGH NJW-RR 2005, 751.

³²³ Vgl. BGH NZG 2008, 382, 384; *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 167; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 61.

³²⁴ Vgl. aber zur Verjährung kapitalmarktdeliktsrechtlicher Ansprüche unten S. 537 f.

³²⁵ Zur Rechtsprechung siehe die Nachweise in Fn. 317; aus der Literatur siehe etwa *Assmann*, AG 2004, 435, 438 mit Fn. 31; *Canaris*, ZHR 163 (1999), 206, 214; *Ebke*, in: MüKo-HGB² (2008), § 323 Rn. 105; *Grunewald*, AcP 187 (1987), 285, 306 f.; *Heppe*, WM 2003, 753, 761; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 78 II 2.d) (S. 453); *Loritz*, WM 2004, 957, 960; *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1652 f.; *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 213; *Quick*, BB 1992, 1675, 1680; *Sprau*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 826 Rn. 28; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 53 f.; *Zugehör*, NJW 2000, 1601, 1608.

lich machen.³²⁶ Insbesondere mit Blick auf den verwerflichen Zweck wird vertreten, das Unterlassen einer Pflichtmitteilung könne als sittenwidrig gelten, wenn zu dem rechtswidrigen Schweigen etwa eine angestrebte persönliche Bereicherung hinzutrete.³²⁷ Darüber hinaus soll es nach Ansicht mancher Autoren bereits sittenwidrig sein, eine offenkundig veröffentlichungspflichtige Tatsache trotz positiver Kenntnis nicht zu veröffentlichen.³²⁸ Die Gegenansicht argumentiert, bei der unterlassenen Ad-hoc-Meldung komme § 826 BGB gar nicht in Betracht, da kein qualifizierter Vertrauenstatbestand gesetzt werde, der eine solche Haftung rechtfertigen könnte.³²⁹

bb) Subjektiver Tatbestand

Für den Vorsatz im Sinne von § 826 BGB genügt *dolus eventualis*.³³⁰ Das Bewusstsein der Sittenwidrigkeit ist grundsätzlich nicht erforderlich, wohl aber Kenntnis der sittenwidrigkeitsbegründenden Umstände.³³¹ Die Sittenwidrigkeit kann auch bereits in einem leichtfertigen Verhalten liegen.³³² Da allerdings auf den bedingten Vorsatz geschlossen wird, wenn der Schädiger diese Leichtfertigkeit erkannt hat,³³³ verliert der Grundsatz, Leichtfertigkeit könne zwar für die Bejahung der Sittenwidrigkeit sprechen, der

³²⁶ BGH NJW 2001, 3702 f. Ähnlich auch Hönn, in: Soergel, BGB¹³ (2005), § 826 Rn. 60; Mertens, in: MüKo-BGB³ (1997), § 826 Rn. 48 f.; Oechsler, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 92, 94; Schiemann, in: Erman, BGB¹² (2008), § 826 Rn. 13; Spindler, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 826 Rn. 7; Steffen, in: RGRK¹² (1989), § 826 Rn. 31; Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 7.

³²⁷ Fleischer, DB 2004, 2031, 2034; ders., ZIP 2005, 1805, 1806; Hewicker, Ad-hoc-Publizität (2005), S. 135; Krause, ZGR 2002, 799, 824 f.; Möllers, WM 2003, 2393, 2394 f.; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 15 Rn. 26; Schwark, in: FS Hadding (2004), S. 1117, 1131. Ähnlich Miller, Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle (2003), S. 97 (wenn Unterlassung der Ermöglichung von Insiderhandel dient).

³²⁸ Doğan, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 205; Dühn, Schadensersatzhaftung (2003), S. 140 f.; Horn, in: FS Ulmer (2003), S. 817, 820; Kissner, Zivilrechtliche Verantwortlichkeit (2003), S. 143 f.; Möllers, WM 2003, 2393, 2395; ders., JZ 2005, 75, 76; Mülbert/Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung¹ (2005), § 26 Rn. 172 (anders in der 2. Aufl., siehe dort § 33 Rn. 219).

³²⁹ Rützel, AG 2003, 69, 73; siehe auch Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 939 mit Fn. 96, die generell das Bestehen eines ihrer Ansicht nach erforderlichen besonderen Vertrauensverhältnisses zwischen Emittent und Anleger leugnen.

³³⁰ Allgemeine Ansicht, vgl. etwa BGH WM 1975, 559, 560; NJW-RR 1986, 1150, 1151; NJW 1990, 389, 390; Spindler, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 826 Rn. 10; Sprau, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 826 Rn. 10; Teichmann, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 826 Rn. 9; Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 19.

³³¹ Hönn, in: Soergel, BGB¹³ (2005), § 826 Rn. 52 m.w.N.; a.A. Sack, NJW 2006, 945, 947 ff.

³³² Dazu oben S. 61.

³³³ BGH VersR 1979, 283, 284; NJW 1991, 3282, 3283.

erforderliche Vorsatz werde dadurch aber nicht ersetzt,³³⁴ zunehmend seine Abgrenzungsfunktion. Zudem soll es dem Vorsatz gleichzustellen (sic) sein, wenn der Schädiger vor den Fakten „geradezu die Augen verschließt“.³³⁵ Durch solche „kreativen“ Auslegungen kommt es letztlich zu einer Denaturierung der Vorsatzhaftung,³³⁶ die von Einigen auch im Wege der Rechtsfortbildung mehr oder weniger offen betrieben wird.³³⁷

Anerkannt ist jedenfalls, dass der Handelnde nicht im Einzelnen zu wissen braucht, welche oder wie viele Personen durch sein Verhalten geschädigt werden; es reicht vielmehr aus, dass er die Richtung, in der sich sein Verhalten zum Schaden anderer auswirken könnte und die Art des möglicherweise eintretenden Schadens vorhergesehen und mindestens billigend in Kauf genommen hat.³³⁸ Diesen allgemeinen Grundsätzen hat der BGH im kapitalmarktrechtlichen Kontext noch hinzugefügt, dass ein solcher Eventualvorsatz hinsichtlich der als Folge einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung erwarteten, mindestens aber für möglich gehaltenen Schäden bei den Investoren sich nicht auf Grund einer euphorischen Stimmung der Schädiger in bloße Fahrlässigkeit „umqualifizieren“ lasse.³³⁹

³³⁴ Vgl. etwa BGH NJW 1962, 1766; NJW 1973, 312, 313; *Sack*, NJW 2006, 945, 950.

³³⁵ BGH WM 1961, 1126, 1127; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 78 III 1.a) (S. 454); *Mertens*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 826 Rn. 46.

³³⁶ *Hopt*, AcP 183 (1983), 608, 633; kritisch auch *Canaris*, ZHR 163 (1999), 206, 214 f. (de lege ferenda allerdings anders *ders.*, VersR 2005, 577, 584); *Grunewald*, AcP 187 (1987), 285, 306 f.; *Honsell*, in: FS Medicus (1999), S. 211, 215 f.; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 78 III 1.c) (S. 454 f.); *Lammel*, AcP 179 (1979), 337, 341 f.; *Mayer-Maly*, Bewußtsein der Sittenwidrigkeit (1971), S. 40 f.; *Schiemann*, in: Erman, BGB¹² (2008), § 826 Rn. 12 (mit Einschränkungen bei der Berufshaftung; siehe auch *ders.*, a.a.O.: Nachweis in Fn. 337).

³³⁷ *Bachmann*, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 93, 132; *Mertens*, ZHR 143 (1979), 174, 182; *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 86, 223a („Rechtsanalogie zu § 142 Abs. 2 BGB“); *Schiemann*, in: FS Gernhuber (1993), S. 387, 403 ff. (für die Bankenhaftung); *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 26 (Vorsatz als die „bewusste Außerachtlassung der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt“).

³³⁸ Ständige Rechtsprechung, vgl. etwa BGH NJW 2004, 446, 448 m.w.N. Grundlegend *Coing*, NJW 1951, 598; vgl. auch *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 115 f.; *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 141; *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 78 f.; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 20.

³³⁹ BGH NJW 2004, 2668, 2670.

cc) Ersatzfähiger Schaden

Nach allgemeiner Ansicht hat § 826 BGB kein bestimmtes Schutzgut.³⁴⁰ Schaden im Sinne der Vorschrift ist nicht nur jede nachteilige Einwirkung auf die Vermögenslage, sondern darüber hinaus jede Beeinträchtigung eines rechtlich anerkannten Interesses und jede Belastung mit einer ungewollten Verpflichtung.³⁴¹ Das führt einerseits zu einer großen Flexibilität des Haftungstatbestands. So kann der Anleger nach der Rechtsprechung des BGH wählen, ob er Naturalrestitution in Form der Erstattung des gezahlten Kaufpreises gegen Übertragung der erworbenen Aktien verlangen³⁴² oder zu der alternativ möglichen Differenzschadensberechnung übergehen will.³⁴³ Trotz der grundsätzlichen Offenheit des Tatbestands ist diese Alternative andererseits keineswegs bedeutungslos. Denn es ist anerkannt, dass auch § 826 BGB einen Rechts- bzw. „Sittenwidrigkeitszusammenhang“³⁴⁴ in Form einer über bloße Kausalität hinausgehenden Verknüpfung zwischen dem konkret sittenwidrigen Handeln und dem geltend gemachten Schaden voraussetzt.³⁴⁵ Sofern die „Rückgängigmachung“ des Kaufvertrags verlangt wird, stellt der Anspruchsteller damit implizit auf eine Verletzung seiner Willensfreiheit beim Abschluss des Vertrags ab, während bei der Geltendmachung des Differenzschadens die Beeinflussung des Preisbildungsprozesses anspruchsbegründend wirkt.³⁴⁶ Dies führt im Bereich der Kausalität und ihrer Beweisbarkeit zu gänzlich verschiedenen Ergebnissen.³⁴⁷

b) Probleme der kapitalmarktrechtlichen Anwendung von § 826 BGB

Im Bereich der Aufarbeitung des „Neuen Markts“ war § 826 BGB unverzichtbar. In Anbetracht von § 15 Abs. 6 WpHG a.F. und einer allgemeinen

³⁴⁰ *Deutsch*, Allgemeines Haftungsrecht² (1996), Rn. 67; *Hewicker*, Ad-hoc-Publizität (2005), S. 131; *Hönn*, in: *Soergel*, BGB¹³ (2005), § 826 Rn. 80; *Mertens*, in: *MüKo-BGB*³ (1997), § 826 Rn. 1; *Oechsler*, in: *Staudinger* (2003), § 826 Rn. 20; *Spindler*, in: *Bamberger/Roth*, BGB (Stand: 1.6.2007), § 826 Rn. 1.

³⁴¹ *Steffen*, in: *RGRK*¹² (1989), § 826 Rn. 37 f.; *Wagner*, in: *MüKo-BGB*⁴ (2004), § 826 Rn. 6, 43.

³⁴² BGH NJW 2004, 2668, 2669.

³⁴³ BGH NJW 2005, 2450, 2453.

³⁴⁴ Ausdruck von *Hönn*, in: *Soergel*, BGB¹³ (2005), § 826 Rn. 67 ff.

³⁴⁵ BGH NJW 1972, 36, 37; NJW 1979, 1599, 1600; NJW 1986, 837, 838 f.; *Oechsler*, in: *Staudinger* (2003), § 826 Rn. 101 f.; *Steffen*, in: *RGRK*¹² (1989), § 826 Rn. 40; *Schiemann*, in: *Erman*, BGB¹² (2008), § 826 Rn. 16; *Wagner*, in: *MüKo-BGB*⁴ (2004), § 826 Rn. 27 ff.; anders aber *Deutsch*, Allgemeines Haftungsrecht² (1996), Rn. 318.

³⁴⁶ *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 130 ff.; *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839, 1840; *Schäfer*, *GesRZ-SH* 2005, 25, 33 ff.

³⁴⁷ Dazu ausführlich unten S. 519 f. und S. 541 ff.

Skepsis gegenüber zivilrechtlichen Sanktionsmechanismen am Sekundärmarkt war es den Gerichten nur mittels des Vehikels eines Sittenwidrigkeitsausspruchs möglich, auf die Missstände zu reagieren und eigennützig handelnde Vorstände in ihre Grenzen zu weisen, indem sie an deren gesetzeswidriges Verhalten gerade im Bereich der Ad-hoc-Publizität zivilrechtliche Haftungskonsequenzen knüpften. Es wäre aber voreilig, § 826 BGB deshalb als die Generalklausel des Kapitalmarktdeliktsrechts zu proklamieren.³⁴⁸ Die Vorschrift hat ihren wesentlichen Zweck bereits erfüllt und sollte für die Zukunft soweit wie möglich zurückgedrängt werden. Dies zeigt eine Vielzahl einzelner Symptome des Unbehagens, deren Gesamtheit nahe legt, dass § 826 BGB langfristig nicht als stabiles Fundament eines kapitalmarktdeliktsrechtlichen Haftungsgebäudes fungieren kann.

aa) Gesetzesverletzung als Grundlage der Sittenwidrigkeit

Anknüpfungspunkt kapitalmarktrechtlicher Sittenwidrigkeitsurteile ist stets die Verletzung einer gesetzlichen Pflicht. In Konstellationen der Haftung für fehlerhafte oder unterlassene Publizitätsakte ist dies offensichtlich. *Durch* die Veröffentlichung fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen oder Prospekte bzw. die Nichtveröffentlichung derselben entgegen gesetzlicher Vorgaben wirkt der Handelnde auf die Willensbildung der Anleger ein und gibt zu erkennen, dass ihm jedes Mittel recht ist, den Kurs zu beeinflussen.³⁴⁹ Auch bei der Expertenhaftung nach § 826 BGB geht das Sittenwidrigkeitsverdikt auf eine Verletzung üblicher Standards zurück, die dem Experten entweder ausformuliert oder generalklauselartig vom Gesetz auferlegt sind. Der bloße Gesetzesverstoß für sich³⁵⁰ – insbesondere im Falle des Unterlassens³⁵¹ – begründet die Sittenwidrigkeit zwar nicht hinreichend, stellt aber de facto eine notwendige Voraussetzung dar, weil Fälle des Ausnutzens einer formalen Rechtsposition³⁵² im Kapitalmarktdeliktsrecht keine Rolle spielen. Die Sittenwidrigkeit liegt in dem Gesetzesverstoß gepaart mit einem qualifizierten Verschuldensmerkmal („leichtfertiges Außerachtlassen“ u.ä.). Konsequenz dieses Befundes ist, dass dem Merkmal der Sittenwidrigkeit letztlich eine haftungsbegründende und damit -begrenzende Funktion nicht mehr zugesprochen werden kann, wie der Streit über die Notwendigkeit eines intendierten Eigennutzes exemplarisch

³⁴⁸ Offener allerdings *Fleischer*, ZIP 2005, 1805.

³⁴⁹ Zur Begründung der Sittenwidrigkeit in diesen Fällen ausführlich oben S. 59 f.

³⁵⁰ Vgl. *Deutsch*, JZ 1963, 385, 389; *Hönn*, in: Soergel, BGB¹³ (2005), § 826 Rn. 12, 14; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 78 II 1 b) (S. 451); *Mertens*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 826 Rn. 6; *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 54.

³⁵¹ Vgl. Nachweise in Fn. 326.

³⁵² Dazu statt aller *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 16 ff.

zeigt.³⁵³ Im besten Falle stellt sich dies als eine Fortentwicklung des deutschen Deliktsrechts im Bereich der Haftung für primäre Vermögensschäden dar. Es besteht jedoch die Gefahr negativer Externalitäten, wenn letztlich die Gesetzeswidrigkeit für sich doch nicht als ausreichend betrachtet wird, dadurch bestimmte Fälle und Fallgruppen aus der Haftung gemäß § 826 BGB ausgeschieden und damit nicht nach einheitlichen Maßstäben behandelt und fortentwickelt werden. Zudem verdeckt der Begründungsweg über die sittenwidrige Schädigung, dass es im Kern um die Verletzung gesetzlicher Pflichten geht, die systematisch in § 823 Abs. 2 BGB zu verorten ist.³⁵⁴

bb) Umfunktionierung des Vorsatzes zur groben Fahrlässigkeit

Rechtsprechung und Lehre halten zwar formal an dem Vorsatzerfordernis des § 826 BGB fest, materiell handelt es sich aber in vielen Fällen um eine Haftung für grobe Fahrlässigkeit bzw. bewusste grobe Fahrlässigkeit. Freilich wird grundsätzlich betont, um die Haftung nicht ausufern zu lassen müsse der Vorsatz – anders als etwa bei § 823 BGB – die Schadenszufügung mit umfassen.³⁵⁵ In concreto wird es jedoch für ausreichend gehalten, wenn der Schädiger im Bewusstsein seiner Leichtfertigkeit handelt und dabei eine generelle Vorstellung davon hat – ein Merkmal, das so unbestimmt ist, dass daran die Haftung niemals scheitern wird –, in welcher Richtung sich sein Verhalten zum Schaden anderer auswirken könnte, wobei er dies durch sein Handeln in dem nämlichen „Bewusstsein“ billigend in Kauf nimmt.³⁵⁶ Ohne dass dies in der Rechtsprechung klar zum Ausdruck kommt, wirkt damit letztlich der besonders grobe Verstoß gegen rechtliche Verhaltenspflichten (seien es Publizitätsvorschriften oder die Methoden fachgerechter Gutachtenerstellung) als Indiz für den Vorsatz, vermittelt durch die „bewusste Leichtfertigkeit“ des Rechtsverstoßes. Im Ergebnis ist die Konstruktion zwar nicht schädlich, strukturell handelt sich aber wiederum um ein dem § 823 Abs. 2 BGB entlehntes Konzept der Haftung für grob fahrlässige Rechtsverstöße.

³⁵³ Vgl. den Haupttext bei und die Nachweise in Fn. 318 f.

³⁵⁴ Siehe dazu auch sogleich S. 67 ff.

³⁵⁵ BGH NJW 1951, 596, 597; NJW 1963, 148, 150; NJW 2000, 2896, 2897; OLG Düsseldorf NJW-RR 1990, 732, 734; *Coing*, NJW 1951, 598; *Deutsch*, JZ 1963, 385, 390; *Hönn*, in: Soergel, BGB¹³ (2005), § 826 Rn. 64; *Oechsler*, in: Staudinger (2003), § 826 Rn. 77; *Teichmann*, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 826 Rn. 9; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 21.

³⁵⁶ Siehe oben S. 62 f. mit Fn. 338.

cc) Vermengung von § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB

Im Rahmen der Kapitalmarkthaftung nach § 826 BGB tauchen auch weitere aus der Schutzgesetzklausel des § 823 Abs. 2 BGB bekannte Topoi wieder auf.³⁵⁷ So hat der BGH in seiner grundlegenden Entscheidung zur Anwendung von § 826 BGB auf fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen ausgeführt: „Ein solches Handeln verstößt derart gegen die Mindestanforderungen im Rechtsverkehr auf dem Kapitalmarkt, dass ein Ausgleich der durch sie [die direkt vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch wiederholte grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilungen] bei den einzelnen Marktteilnehmern verursachten Vermögensschäden geboten erscheint.“³⁵⁸ Eine solche Gebotenheit der Haftung wird im Rahmen von § 826 BGB gemeinhin nicht verlangt; die Überlegungen des BGH entsprechen dagegen sehr dem Erfordernis, ein Schadensersatzanspruch aus § 823 Abs. 2 BGB müsse sinnvoll und im Licht des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheinen bzw. dürfe eine ausgewogene gesetzgeberische Wertung nicht zunichte machen.³⁵⁹

dd) Verlust des Schutzzwecks der Norm als Haftungsbegrenzungskriterium

Bis hierher mag es zwar nicht methodenrein erscheinen, kapitalmarktrechtliche Haftungsfälle über § 826 BGB und nicht über § 823 Abs. 2 BGB zu lösen, ernsthafte dogmatische Verwerfungen, die sich in unterschiedlichen Einzelfalllösungen widerspiegeln, scheinen jedoch nicht zu drohen. Eine weitere Differentialdiagnose enthüllt aber, dass im Rahmen von § 826 BGB wesentliche Fragen des Haftungszwecks missverständlich und damit letztlich auf eine Weise gestellt werden, die im Ergebnis falsche Einzelfalllösungen hervorbringt. Wie dargestellt erfordert auch § 826 BGB einen Rechtswidrigkeitszusammenhang in Form einer besonderen Verknüpfung zwischen dem konkreten Handeln und dem entstandenen Schaden.³⁶⁰ Da aber, anders als bei § 823 Abs. 2 BGB, grundsätzlich jedes rechtlich beachtliche Interesse vom weiten Schutz des § 826 BGB umfasst wird, liegt es letztlich in der Hand des Anspruchstellers, welche kausale Schadenszufügung er behauptet und unter Beweis stellt, ob er also Übertragung der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises oder lediglich den Dif-

³⁵⁷ So auch *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93, 133 f., der dem „Zusammenrücken“ von § 823 Abs. 2 und § 826 BGB aber positiv gegenübersteht.

³⁵⁸ BGH NJW 2004, 2668, 2670.

³⁵⁹ Vgl. ausführlich oben S. 47 ff.

³⁶⁰ Siehe oben S. 64.

ferenzbetrag zwischen tatsächlichem und fairem Kaufpreis verlangt.³⁶¹ Diese Lösung ruht fest auf den Grundpfeilern des § 826 BGB, trägt aber das Konzept eines Kapitalmarktdeliktsrechts nicht, das sich essentiell als Haftung für die Verletzung gesetzlich präformierter Pflichten darstellt.³⁶² Denn mittels des Kunstgriffs der sittenwidrigen Schädigung wird ein Kernelement aller pflichtenbezogenen Haftung ausgehebelt: der Schutzzweck der verletzten Norm.³⁶³ So wird bei der Anwendung des § 826 BGB auf Fälle fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen gar nicht mehr gefragt, welchen Schutzzweck § 15 WpHG überhaupt verfolgt.³⁶⁴ Im konkreten Beispiel wirkt dies vor dem Hintergrund des § 15 Abs. 6 WpHG a.F. geradezu grotesk.³⁶⁵ Aber auch jenseits dieser inzwischen überwundenen Absurdität kapitalmarktrechtlicher Publizitätsregelungen kann es nicht sein, dass über den Umweg des § 826 BGB Schäden ersetzt werden, die bei einer Subsumtion unter § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit der betreffenden Vorschrift deshalb ausgeschieden würden, weil sie vom Schutzzweck der betreffenden Publizitäts- oder Verhaltensvorschrift gar nicht umfasst sind. Dies gilt erst recht, wenn § 826 BGB gleichzeitig so ausgelegt wird, dass – vorausgesetzt auch im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB wird mindestens eine grob fahrlässige Verletzung der Norm verlangt – durch die sonstigen Tatbestandsvoraussetzungen keine zusätzlichen Erfordernisse aufgestellt

³⁶¹ Vgl. BGH NJW 2005, 2450, 2452 f.: Es stehe dem Anspruchsteller frei, sich auf den Differenzschaden zu beschränken bzw. im weiteren Verlauf des Verfahrens zur alternativen möglichen Differenzschadensberechnung überzugehen.

³⁶² Vgl. die Umgrenzung des Untersuchungsgegenstands bei *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung* (2005), S. 9, 11 (Schadensersatzansprüche, die aus der Verletzung gemeinschaftsrechtlich präformierter Informationspflichten resultieren).

³⁶³ Grundlegend dazu *Rabel*, *Recht des Warenkaufs*, Bd. 1 (1936), S. 495 ff. (für das Vertragsrecht) und S. 502 ff. (für das Deliktsrecht) und v. *Caemmerer*, *Das Problem des Kausalzusammenhangs im Privatrecht* (1956), S. 12 ff.; siehe auch *Deutsch*, *Allgemeines Haftungsrecht*² (1996), Rn. 306 ff.; *Lang*, *Normzweck und Duty of Care* (1983), S. 30 ff. und passim; *Lange*, *Gutachten zum 43. DJT* (1960), Bd. 1, 1. Teil, S. 38 ff.; *Lange/Schiemann*, *Schadensersatz*³ (2003), S. 101 ff.; *Oetker*, in: *MüKo-BGB*⁵ (2007), § 249 Rn. 115 ff.; *Schiemann*, in: *Staudinger* (2004), § 249 Rn. 27 ff.; *Stoll*, *Kausalzusammenhang und Normzweck* (1968), S. 13 ff.; *Wolf*, *Normzweck im Deliktsrecht* (1962), S. 16 ff.

³⁶⁴ Es greift zu kurz, lediglich festzustellen, § 826 BGB schütze auch das wirtschaftliche Selbstbestimmungsrecht des Anlegers, weshalb die „Rückabwicklungslösung“ im Rahmen des Schutzzwecks der Norm liege; so aber *Möllers/Leisch*, *WM* 2001, 1648, 1661.

³⁶⁵ Nach dem Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 102 sollte sich § 15 Abs. 6 WpHG a.F. zwar grundsätzlich nicht gegen eine Haftung gemäß § 826 BGB richten, da ein solcher Haftungsausschluss mit den „Grundsätzen unserer Rechtsordnung nicht vereinbar“ sei. Es kommt aber sehr klar die Tendenz zum Ausdruck, Haftungsrisiken zu beschränken und keinesfalls durch die Hintertür eine Haftung für vom Schutzzweck der Norm gar nicht umfasste Schäden zu ermöglichen.

werden. Gerade im Bereich der kapitalmarktrechtlichen Publizitätserfordernisse, die – wie noch zu zeigen sein wird³⁶⁶ – nicht dem Schutz individueller Willensentschlüsse, sondern der Bildung fairer Marktpreise zu dienen bestimmt sind, führt die Fallpraxis der Gerichte dazu, dass Ersatz geleistet wird für solche Schäden, zu deren Verhinderung die entsprechenden verletzten Rechtsnormen gar nicht geschaffen wurden.³⁶⁷ Zwar ließe sich mit einer behutsamen Interpretation des Merkmals des Rechtswidrigkeitszusammenhangs bei § 826 BGB diese Exzessivität der Haftung wieder einfangen, im Grunde belegt der Befund aber, dass die sittenwidrige Schädigung strukturell nicht der geeignete Tatbestand ist, Fälle kapitalmarktrechtlicher Pflichtverletzungen zu lösen.

c) § 826 BGB in einem entwickelten Kapitalmarktdeliktsrecht

Nach alldem stellt sich die Frage, welche Rolle der Tatbestand der sittenwidrigen Schädigung im Kapitalmarktdeliktsrecht zukünftig noch spielen kann und soll. Aller Voraussicht nach werden die Gerichte den einmal eröffneten Weg über § 826 BGB weiter gehen und verfeinern, soweit nicht im Einzelfall auf die Spezialtatbestände des Kapitalmarktrechts zurückgegriffen werden kann. Dennoch wäre es wünschenswert, das Kapitalmarktdeliktsrecht darüber hinaus weiterzuentwickeln und sachgerechtere Lösungen zu erreichen als sie eine holzschnittartige Übertragung hergebrachter Grundsätze des § 826 BGB ermöglichen.

Letztlich liegt die Bedeutung des § 826 BGB in seiner „Türöffnerfunktion“. Bei näherer Betrachtung ist dies auch gar keine Besonderheit des Kapitalmarktdeliktsrechts, vielmehr stellen sich viele Haftungsnormen im Bereich des Sonderprivatrechts als „Kinder des § 826 BGB“ dar;³⁶⁸ es herrscht ein ständiges Kommen und Gehen bei den Fallgruppen der sittenwidrigen Schädigung.³⁶⁹ Da nun auch die Tür zur deliktischen Kapitalmarkthaftung aufgestoßen ist, bietet es sich an, die Ausgestaltung der Fein-

³⁶⁶ Vgl. unten S. 174 ff.

³⁶⁷ Anders *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 119, der meint, im Rahmen des § 826 BGB sei dem Emittenten i.E. das Kursrisiko auferlegt. „Dass die sittenwidrige Schädigung zufällig am Kapitalmarkt stattfand und das allgemeine Kursrisiko grundsätzlich beim Anleger liegen sollte“ führe nicht zu einer abweichenden Bewertung. Vgl. auch *Krause*, ZGR 2002, 799, 820 f., wonach eine lediglich die Allgemeinheit schützende Norm nicht zur Konkretisierung des § 826 BGB herangezogen werden könne. Diese Lösungen überzeugen schwerlich, stehen sie doch im Widerspruch zum Postulat der Einheit der Rechtsordnung: Auch im Rahmen von § 826 BGB sind die grundlegenden Risikoabgrenzungen der Rechtsordnung zu beachten.

³⁶⁸ *Mertens*, AcP 178 (1978), 227, 233; *ders.*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 826 Rn. 107 f. Noch weitgehender *Deutsch*, JZ 1963, 385, 390 f., der dafür eintritt, neue Schutzformen nach Verfestigung im Rahmen von § 826 BGB als gewohnheitsrechtliche Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB anzuerkennen.

³⁶⁹ *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 42.

heiten dieses Rechtsgebiets den bereits geschaffenen Spezialtatbeständen, ergänzt durch eine umsichtige Anwendung von § 823 Abs. 2 BGB, zu überlassen.

Instrument der Wahl zur Erreichung dieses Ziels ist, die weitgehende Nivellierung von Tatbestandsmerkmalen wie Vorsatz und Sittenwidrigkeit rückgängig zu machen, so dass § 826 BGB nur noch solche Fälle erfasst, in denen das Verhalten des Schädigers weit über die vorsätzliche oder grob fahrlässige Verletzung gesetzlicher Pflichten hinausreicht und nicht nur gesetzes-, sondern tatsächlich sittenwidrig ist.³⁷⁰ Paradigmatisch kann hier der Fall „Comroad“ herangezogen werden, in dem der Vorstand weit über 90 % des Umsatzes der Gesellschaft lediglich fingiert hatte.³⁷¹ In solchen Konstellationen geht es nicht mehr nur um die Beeinflussung eines Marktpreises durch fehlerhafte Informationen; vielmehr werden die Anleger systematisch und zielgerichtet um ihre Einlagen beim Börsengang gebracht und spätere völlig fiktive Kurssteigerungen zu einem auf Insiderhandel basierendem Verkauf eigener Aktien zu Preisen ausgenutzt, die mit dem wirklichen Wert des Unternehmens in keiner Beziehung mehr stehen. Hier ist nicht mehr die Führung eines Unternehmens „aus dem Ruder gelaufen“, vielmehr wurde ein „Unternehmen“ lediglich zum Zwecke der kriminellen³⁷² Gewinnerzielung an die Börse gebracht. Derartiges Verhalten kann auch zum Ersatz solcher Schäden berechtigen, die jenseits des Schutzzwecks der missachteten Publizitätsvorschriften liegen, nämlich zur Rückgängigmachung der Beteiligung.

Der Normalfall einer kapitalmarktrechtlichen Pflichtverletzung sollte dagegen, selbst wenn die Betroffenen mit Schädigungsvorsatz handeln, nicht im Rahmen von § 826 BGB angesiedelt,³⁷³ sondern mittels einer die Besonderheiten des kapitalmarktrechtlichen Umfelds beachtenden Handhabung des § 823 Abs. 2 BGB gelöst werden. Wenn im Einzelfall dennoch auf § 826 BGB zurückgegriffen wird, ist bei der Auslegung zu berücksich-

³⁷⁰ Ähnlich bereits *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 787 ff., dessen Abgrenzungskriterien jedoch nicht überzeugen, vgl. oben S. 51 f. Vgl. auch *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 138 ff., der zunächst feststellt, nicht jede fehlerhafte Kapitalmarktinformation sei sittenwidrig, vielmehr müsse ein „Missbrauch kapitalmarktrechtlicher Informationsformen“ vorliegen, dann aber einen solchen bereits annimmt, wenn Informationsformen dazu eingesetzt werden, Kapitalanleger über die tatsächlichen Verhältnisse im Unklaren zu lassen. Bezeichnenderweise sind die einzigen Fälle, die er damit ausklammern will, solche, in denen es zu internen Missverständnissen oder Fehlinterpretationen im Unternehmen gekommen ist. In diesen Fällen fehlt es aber bereits am Schädigungsvorsatz, sofern man diesem Merkmal noch irgendeine Bedeutung zumessen will.

³⁷¹ Vgl. den Sachverhalt bei OLG München NZG 2005, 679.

³⁷² Siehe die strafrechtliche Verurteilung LG München I, NStZ 2004, 291 im Fall Comroad.

³⁷³ Ebenso *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 118 (widersprache der ratio legis des § 826 BGB).

tigen, dass sich die Haftung in einem bestimmten normativen Umfeld bewegt, zu dem sie sich – aus Gründen der Stimmigkeit des Gesamthaftungskonzepts – nicht in Widerspruch setzen sollte.

III. Anlegerschützendes Kapitalmarktstrafrecht

Zwischen dem Recht der unerlaubten Handlungen und dem Strafrecht besteht naturgemäß eine besonders enge Verbindung.³⁷⁴ Gerade im Bereich des § 823 Abs. 2 BGB spielt dies eine Rolle. So propagiert *Canaris* das Strafgesetz als Paradigma eines Gesetzes zum Schutze individueller Vermögensinteressen.³⁷⁵ Im Folgenden sollen daher eine Reihe von Strafvorschriften mit Bezug zum Kapitalmarkt³⁷⁶ auf ihren individualschützenden Charakter und ihre Eignung als Anspruchsgrundlage des Kapitalmarktdeliktsrechts untersucht werden.

1. Betrugsdelikte

a) § 263 StGB

Zu Beginn der kapitalmarktstrafrechtlichen Untersuchung steht der Tatbestand des strafrechtlichen Vermögensschutzes, der Betrug gemäß § 263 StGB. Obwohl diese Norm einen allgemeinen Vermögensschutz bezweckt³⁷⁷ jenseits kapitalmarktrechtlicher Besonderheiten, kann die klassische Betrugsvorschrift auch im Bereich des Kapitalmarktstrafrechts Bedeutung erlangen.³⁷⁸ Der Hauptanwendungsfall liegt in der Verbreitung fehlerhafter Informationen am Kapitalmarkt. Eine erste Einschränkung ergibt sich allerdings daraus, dass § 263 Abs. 1 StGB nur die Täuschung über „Tatsachen“ erfasst und dieser Begriff enger ist, als der Begriff der „unrichtigen Angabe“ wie er etwa in § 265a StGB, § 265b StGB oder § 20a WpHG verwendet wird.³⁷⁹ Die Tatsachenbehauptung muss insbesondere von den reinen Meinungsäußerungen und Prognosen abgegrenzt wer-

³⁷⁴ *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), Vorbemerkung §§ 823 ff. Rn. 2, 56 m.w.N.; *Zimmermann*, The Law of Obligations (1990/2006), p. 902.

³⁷⁵ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 49 f., 58 ff., 75; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 77 II 4. c) (S. 438) und § 77 III 2. a) (S. 441).

³⁷⁶ Zum Konzept des Kapitalmarktstrafrechts *Park*, NStZ 2007, 369 f. Gegen die Art der strafrechtlichen Regulierung und ihre Einzelausgestaltung mag man berechtigte Bedenken erheben. Angesichts der überragenden volkswirtschaftlichen Bedeutung öffentlicher Kapitalmärkte erscheint es aber weltfremd, jede strafrechtliche Regulierung des Kapitalmarkts abzulehnen, so aber *Hild*, Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung des Kapitalmarktes (2004), S. 204; ähnlich *Haouache*, Börsenaufsicht durch Strafrecht (1996), S. 89 ff., insbes. S. 93. Zum Kapitalmarkt als Rechtsgut von Strafnormen dagegen *Schmitz*, ZStW 115 (2003), 501, 508 f.

³⁷⁷ Siehe nur *Tiedemann*, in: LK-StGB¹¹ (1999), Vor §§ 263-265b Rn. 18 m.w.N.

³⁷⁸ *Zieschang*, in: *Park*, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), § 263 StGB Rn. 4.

³⁷⁹ *Cramer*, in: *Schönke/Schröder*, StGB²⁷ (2006), § 263 Rn. 8.

den, die subjektive, persönliche Wertungen zum Ausdruck bringen und nicht auf ihre Wahrheit überprüft sowie bewiesen werden können.³⁸⁰ Bei Publizitätsakten am Kapitalmarkt kommt es daher entscheidend darauf an, ob eine objektiv falsche Tatsache behauptet wird oder lediglich die Bewertung des gemeldeten Umstands unsachlich euphorisch oder sonst verfälschend ist. Regelmäßig wird allerdings eine Tatsachenbehauptung vorliegen,³⁸¹ da auch zukunftsgerichtete Aussagen dann unter § 263 StGB subsumiert werden können, wenn sie einen dem Beweis zugänglichen Tatsachenkern aufweisen und daher eine rationale Entscheidungsgrundlage für den Anleger darstellen können.³⁸² Fraglich ist, ob auch im Falle unterlassener Publizitätsakte, insbesondere bei pflichtwidrig unterlassener Ad-hoc-Publizität, eine Betrugsstrafbarkeit in Betracht kommt. Eine Täuschung durch Unterlassen erfordert eine Garantenstellung des Täters, die ihn zur Abwendung des Erfolges der Vermögensbeschädigung verpflichtet; eine bloße Aufklärungspflicht, die lediglich den Irrtum des Opfers beseitigt, reicht nicht aus.³⁸³ Entscheidend ist daher, ob § 15 WpHG (auch) das Vermögen der Anleger zu schützen bestimmt ist.³⁸⁴ Nach der hier vertretenen Ansicht ist dies unproblematisch zu bejahen.³⁸⁵ Erforderlich ist zudem eine irrtumsbedingte Verfügung, so dass nachgewiesen werden muss, dass die Anlageentscheidung gerade auf der Fehlinformation beruhte.³⁸⁶

Problematisch im kapitalmarktrechtlichen Kontext ist vor allem das Erfordernis der Bereicherungsabsicht, da diese nach h.M. eine „Stoffgleichheit“ zwischen der durch den Täter erstrebten Bereicherung und dem Schaden verlangt, dergestalt, dass der angestrebte Vorteil die Kehrseite des Schadens ist.³⁸⁷ Erforderlich ist, dass Vorteil und Schaden auf derselben Vermögensverfügung beruhen und dass der Vorteil zu Lasten des geschädigten Vermögens geht.³⁸⁸ Durch den Kauf von aufgrund fehlerhafter Informationen überteuerter Finanzinstrumente entsteht den täuschenden Unternehmensorganen im Regelfall kein eigener Vermögensvorteil, da sie nicht selbst als Verkäufer auftreten. Fließt das Geld an den Emittenten selbst, wie am Primärmarkt, kann allerdings ein Fall von Drittbereiche-

³⁸⁰ Cramer, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 263 Rn. 9; Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1999), § 263 Rn. 13, 16.

³⁸¹ So Zieschang, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), § 263 StGB Rn. 107.

³⁸² Vgl. Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1999), § 263 Rn. 14. Siehe auch die Paralleldiskussion bei § 824 BGB oben S. 53 ff.

³⁸³ Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1999), § 263 Rn. 51.

³⁸⁴ Für eine Garantenstellung aus § 15 WpHG Zieschang, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), § 263 StGB Rn. 138.

³⁸⁵ Siehe oben S. 35 f.

³⁸⁶ Hildner, WM 2004, 1068, 1070.

³⁸⁷ Grundlegend BGHSt 6, 115, 116 = NJW 1954, 1008.

³⁸⁸ BGHSt 34, 379, 391 = NJW 1988, 1397, 1400; ausführlich Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1999), § 263 Rn. 256 ff.

rungsabsicht vorliegen.³⁸⁹ Dagegen fehlt es im Falle einer Fehlinformation des Sekundärmarkts regelmäßig an der Stoffgleichheit, da es fern liegend ist, eine Bereicherungsabsicht zugunsten der zufällig veräußernden Aktionäre anzunehmen.³⁹⁰

Der Betrug stellt den Prototyp eines Strafgesetzes zum Schutz vor Vermögensschäden dar, das zugleich den Ersatz des erlittenen Schadens über § 823 Abs. 2 BGB ermöglicht.³⁹¹ Ist daher der Tatbestand des § 263 StGB einmal im kapitalmarktrechtlichen Kontext zu bejahen, steht die Anspruchsberechtigung der getäuschten Anleger aus § 823 Abs. 2 BGB außer Frage. Praktisch wird dies jedoch allein deshalb wenig relevant werden, da § 263 StGB neben der vorsätzlichen Täuschung auch noch den Nachweis der Bereicherungsabsicht erfordert.

b) § 264a StGB

Der Tatbestand des Kapitalanlagebetrugs in § 264a StGB³⁹² erfasst den Vertrieb von sämtlichen Anteilen, die eine Beteiligung an dem Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen (Abs. 1 Nr. 1) und auch Treuhandvermögen (Abs. 2) und damit nahezu das gesamte am Markt angebotene Kapitalanlagespektrum.³⁹³ Gemäß § 264a StGB ist es verboten, in Prospekten oder in Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand hinsichtlich der für die Entscheidung über den Erwerb (oder eine Kapitalerhöhung) erheblichen Umstände gegenüber einem größeren Kreis von Personen unrichtige vorteilhafte Angaben zu machen oder nachteilige Tatsachen zu verschweigen. Unter den Begriff der Darstellungen über den Vermögensstand fallen nach ganz h.M. auch mündliche Darstellungen.³⁹⁴ Da der Tatbestand einen Zusammenhang mit dem Vertrieb von Kapitalanlagen bzw. einer Kapitalerhöhung verlangt, sind Fehlinformationen am Sekundärmarkt ohne Zusammenhang mit dem Vertrieb nicht erfasst.³⁹⁵ Bei

³⁸⁹ *Zieschang*, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), § 263 StGB Rn. 109.

³⁹⁰ BGHZ 160, 134, 142.

³⁹¹ St. Rechtsprechung, vgl. BGHZ 57, 137, 138; BGH NJW 1993, 2992; NJW 1994, 2027, 2028; VersR 1998, 1123, 1124; NJW 2002, 1643.

³⁹² Bis zu seiner Einführung durch das 2. Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität vom 15.5.1986, BGBl. I, S. 721 befand sich ein auf den Vertrieb von Wertpapieren beschränkter, ähnlicher Tatbestand in § 88 Abs. 1 Nr. 2 BörsG a.F., vgl. *Tiedemann*, in: LK-StGB¹¹ (1996), § 264a Rn. 1.

³⁹³ Nicht erfasst sind nach h.M. Bauträger- und Erwerbermodelle, die letztlich dem Erwerb von Grundeigentum zur Eigennutzung und nicht zur Vermietung dienen, vgl. *Perron*, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 264a Rn. 12.

³⁹⁴ Begr. RegE 2. WiKG, BT-Drucks. 10/318, S. 23; *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 200; *Perron*, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 264a Rn. 21; *Tiedemann*, in: LK-StGB¹¹ (1996), § 264a Rn. 37.

³⁹⁵ BGHZ 160, 134, 142.

§ 264a StGB handelt es sich um ein abstraktes Gefährdungsdelikt, das einen Vermögensschaden nicht voraussetzt und neben dem Vermögen des einzelnen Anlegers auch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schützen soll.³⁹⁶ Dabei zielt das Gesetz von vornherein auf den massenhaften Vertrieb der Kapitalanlagen, indem die Falschangaben nur dann tatbestandsmäßig sind, wenn sie gegenüber einem größeren Kreis erfolgen. Anders als bei § 263 StGB ist keine Bereicherungsabsicht erforderlich, vielmehr ist bereits *dolus eventualis* ausreichend.³⁹⁷

Aufgrund der erwähnten doppelten Schutzrichtung, die auch das Anlegervermögen erfasst, ist allgemein anerkannt, dass es sich bei § 264a StGB um ein Schutzgesetz zugunsten der geschädigten Anleger handelt.³⁹⁸

c) § 265b StGB

Die Strafvorschrift des § 265b StGB erfasst unrichtige Angaben im Zusammenhang mit Kreditvergaben. Da das Verbot allerdings nur dann eingreift, wenn sowohl auf Seiten des Kreditnehmers als auch des Kreditgebers ein Betrieb oder Unternehmen beteiligt ist, ist die durch Täuschung herbeigeführte Gewährung von Krediten zu Zwecken der Kapitalanlage nicht erfasst.³⁹⁹ Damit dient der Tatbestand nicht dem Schutz von Anlagegläubigern am öffentlichen Kapitalmarkt.

2. Insiderdelikte (§ 38 Abs. 1 WpHG)

Bei den strafrechtlichen Insiderverboten des § 38 Abs. 1 WpHG handelt es sich um Blanketttatbestände, die lediglich aus Verweisen auf die eigentlichen Verbotstatbestände in § 14 WpHG bestehen.⁴⁰⁰ Diese werden an späterer Stelle ausführlich behandelt,⁴⁰¹ so dass hier nur kurz auf die Anknüpfung der strafrechtlichen Sanktionen eingegangen werden soll.

Je nach insiderrechtlichem Verstoß sieht das deutsche Recht verschiedene öffentlich-rechtliche Sanktionen vor. Im Mittelpunkt steht dabei die Strafbarkeit des Insiderhandels nach § 38 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 4 WpHG, wonach sich jedermann strafbar macht, der vorsätzlich oder leichtfertig unter Verwendung einer Insiderinformation ein Insiderpapier erwirbt oder veräußert. Diese Strafnorm, insbesondere auch die Begehungsform „leichtfertig“ unter-

³⁹⁶ Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1996), § 264a Rn. 13 f.

³⁹⁷ Perron, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 264a Rn. 36.

³⁹⁸ BGHZ 116, 7, 13 f.; 160, 134, 142; Perron, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 264a Rn. 1; Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1996), § 264a Rn. 14.

³⁹⁹ Perron, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 265b Rn. 1; Tiedemann, in: LK-StGB¹¹ (1996), § 265b Rn. 7.

⁴⁰⁰ Ausführlich zu dieser Regelungstechnik Ziouvas, Das neue Kapitalmarktstrafrecht (2005), S. 52 ff.

⁴⁰¹ Nachstehend S. 317 ff.

streicht die zentrale Bedeutung des Insiderhandelsverbots für das regulierte Kapitalmarktrecht.⁴⁰² Die Weitergabe- und Empfehlungsverbote sind in § 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG dagegen grundsätzlich nur als Ordnungswidrigkeiten sanktioniert. Eine Strafbarkeit tritt hier nur ein, wenn es sich um die vorsätzliche Tat eines besonders benannten Insiders gemäß § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG handelt. Darunter fallen insbesondere Organmitglieder und Anteilseigner, jedoch auch sog. Berufsinsider und Täter, die die Insiderinformation durch Vorbereitung oder Begehung einer Straftat erlangt haben.

Die Diskussion der Schutzgesetzeigenschaft des strafrechtlichen Insiderrechts verläuft parallel zur Frage des Drittschutzes der eigentlichen Verbotstatbestände in § 14 WpHG. Nach einer als herrschend bezeichneten Meinung kommt den Insiderverboten keine Schutzgesetzeigenschaft im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB zu, da lediglich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts geschützt werden solle.⁴⁰³ Allerdings gibt es auch eine Vielzahl von Verfechtern eines haftungsrechtlichen Individualschutzes.⁴⁰⁴ Letztlich lässt sich die Frage eines Drittschutzes der Insiderverbotstatbestände befriedigend nur im Gesamtzusammenhang der Frage nach dem Haftungskonzept des öffentlichen Kapitalmarktrechts klären.⁴⁰⁵

3. Marktmanipulation (§ 38 Abs. 2 WpHG)

Der Straftatbestand der Marktmanipulation ist ebenfalls als Blankettnorm in § 38 Abs. 2 WpHG geregelt. Im Unterschied zu den Ordnungswidrigkeiten des § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 2 Nr. 11 WpHG, die sich wiederum auf die drei Varianten des Verbots in § 20a Abs. 1 S. 1 WpHG beziehen, erfordert die Strafbarkeit, dass tatsächlich auf den Preis eingewirkt wurde.⁴⁰⁶ Während die Vorgängervorschrift des Kursbetrugs (§ 88 BörsG a.F.) ein abstraktes Gefährdungsdelikt war, das allerdings ein Handeln mit Kursbeeinflussungs*absicht* erforderte,⁴⁰⁷ hat der Gesetzgeber des 4. Fi-

⁴⁰² Zum europarechtlichen Hintergrund *Altenhain*, in: KK-WpHG (2007), § 38 Rn. 46.

⁴⁰³ *Caspari*, ZGR 1994, 530, 533; *Happ*, JZ 1994, 240, 243; *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1560; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht³ (2004), Rn. 16.70 f.; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), § 14 WpHG Rn. 4; *Pawlik*, in: KK-WpHG (2007), § 14 Rn. 7; *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 12 Rn. 133.

⁴⁰⁴ *Altenhain*, in: KK-WpHG (2007), § 38 Rn. 3; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), Vor § 12 Rn. 49; *Krauel*, Insiderhandel (2000), S. 306; *Hopt*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 114; *Ziouvas*, Das neue Kapitalmarktstrafrecht (2005), S. 252 ff.; offen *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann, KMG² (Stand: 06/2007), § 14 WpHG Rn. 97.

⁴⁰⁵ Siehe nachstehend S. 326 f.

⁴⁰⁶ Ausführlich dazu *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2002 ff.

⁴⁰⁷ *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung (2000), S. 158.

nanzmarktförderungsgesetzes⁴⁰⁸ einen Systemwechsel vorgenommen, indem die Marktmanipulation nunmehr ein Erfolgsdelikt darstellt, für das allerdings jede Art von Vorsatz ausreicht.⁴⁰⁹ Der eigentliche Verbotstatbestand des § 20a Abs. 1 S. 1 WpHG enthält drei Tatbestandsalternativen. Danach ist es verboten, (1) unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen Kurseinwirkungseignung haben; (2) Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen und (3) sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments einzuwirken.

Die erste Variante stellt eine generalklauselartige Fassung der Verletzung von Publizitätspflichten dar und wird im besonderen Teil für die einzelnen erfassten Pflichten entfaltet.⁴¹⁰ Die anderen beiden Tatbestandsvarianten werden ebenfalls dort einer genaueren Analyse unterzogen.⁴¹¹

Bereits seit der Einführung der §§ 20a, 38 WpHG als Nachfolgeregelung zu § 88 BörsG a.F. herrscht Streit darum, ob es sich um ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB handelt.⁴¹² Während die wohl noch h.M. der Auffassung ist, es handele sich nicht um ein Schutzgesetz,⁴¹³ findet auch die individualschützende Auslegung zunehmend Verfechter.⁴¹⁴ Letztlich wird sich auch hier das zutreffende Ergebnis nur im Rahmen ein-

⁴⁰⁸ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I, S. 2010. Zunächst befand sich der Tatbestand noch in § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG a.F. Seit dem AnSVG ist die Marktmanipulation in § 38 Abs. 2 WpHG geregelt.

⁴⁰⁹ Zu den Änderungen *Altenhain*, BB 2002, 1874.

⁴¹⁰ Unten S. 237 ff.

⁴¹¹ Unten S. 328 ff. und S. 331 f.

⁴¹² Einem viel zitierten Wort von *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 121 zufolge, handelt es sich um eine „Unterlassungssünde“ des Reformgesetzgebers (des 4. FMFG), sich nicht zur Zielrichtung des § 20a WpHG geäußert zu haben.

⁴¹³ *Barnert*, WM 2002, 1473, 1483; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1864; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), § 20a Rn. 5; *ders.*, in: FS Kümpel (2003), S. 485, 499; *Sorgenfrei*, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), §§ 20a, 38 II, 39 I Nr. 1-2, II Nr. 11, IV WpHG Rn. 10; *Trüstedt*, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen (2004), S. 82.

⁴¹⁴ *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1875; *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063, 1066; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 71 (siehe auch den Vorschlag auf S. 49); *Lenzen*, ZBB 2002, 279, 284; *Ziouvas*, ZGR 2003, 113, 142.

es umfassenden Konzepts zur Reichweite des kapitalmarktdeliktsrechtlichen Drittschutzes finden lassen.⁴¹⁵

4. Verleitung zur Börsenspekulation (§§ 26, 49 BörsG)

Nach §§ 26, 49 BörsG⁴¹⁶ ist es verboten, gewerbsmäßig andere unter Ausnutzung ihrer Unerfahrenheit in Börsenspekulationsgeschäften zu solchen Geschäften oder zur unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung an solchen Geschäften zu verleiten. Aus dieser Formulierung wird bereits deutlich, dass es um den Schutz Einzelner vor ausnutzendem Verhalten geht und daher Fälle der fehlerhaften Kapitalmarktinformation nicht tatbestandsmäßig sind.

5. Falsche Angaben bzw. unrichtige Darstellung (§ 331 HGB; § 400 AktG; § 17 PublG)

Sehr viel wichtiger für das vorliegende Thema sind die verschiedenen Straftatbestände, die falsche Angaben oder unrichtige Darstellungen verbieten. Während § 331 Nrn. 1, 1a, 2 und 3 HGB die unrichtige Wiedergabe oder Verschleierung der Verhältnisse der Gesellschaft in Jahresabschlüssen, Lageberichten und Zwischenabschlüssen erfasst, bezieht § 400 Abs. 1 AktG für die Akteingesellschaft auch Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand sowie Vorträge oder Auskünfte in der Hauptversammlung mit ein. Da § 331 HGB nur auf Kapitalgesellschaften Anwendung findet, enthält § 17 PublG eine korrespondierende Regelung für solche Unternehmen, die nach § 3 Abs. 1, § 11 Abs. 5 PublG offenlegungspflichtig sind.⁴¹⁷

Die Tatbestände sind allerdings sehr weit gefasst und bedürfen nach h.M. der einschränkenden Auslegung.⁴¹⁸ So ist etwa bei unrichtigen Schlussfolgerungen oder Beurteilungen im Rahmen von Bewertungen, Schät-

⁴¹⁵ Siehe unten S. 330 und S. 332.

⁴¹⁶ In der Fassung des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007, BGBl. I, S. 1330. Zuvor befand sich das Verbot in §§ 23, 61 BörsG i.d.F. 4. FMFG und davor in § 89 BörsG a.F. Bis zum 4. FMFG waren Verbot und Sanktionsnorm vereint, dann empfahl der Finanzausschuss des Bundestags eine Aufspaltung mit der kuriosen Begründung, „dass sich Sanktionsvorschriften des Nebenstrafrechts auf verwaltungsrechtliche Gebote oder Verbote zu beziehen haben. Dabei ist eine regulatorische Trennung zwischen der Bezugsnorm (§ 23) und der Strafnorm (§ 61) vorzunehmen.“, BT-Drucks. 14/8601, S. 13. Eine solche Aufspaltung ist aber nur sinnvoll, wenn eine Überwachungskompetenz der Verwaltungsbehörde für die Verhaltensnorm besteht. Daher bleibt nur der Schluss, dass durch die Aufspaltung eine Überwachungskompetenz der Börsenaufsichtsbehörde gem. § 3 Abs. 3 S. 3 BörsG (§ 1 Abs. 4 S. 3 BörsG a.F.) geschaffen werden sollte.

⁴¹⁷ *Südbeck*, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), § 17 PublG Rn. 1.

⁴¹⁸ Trotz der weiten Fassung ist § 331 Nr. 1 HGB aber noch verfassungsgemäß, vgl. BVerfG NJW-RR 2006, 1627.

zungen und Prognosen der Tatbestand nur dann erfüllt, wenn die Angaben evident unrichtig sind derart, dass nach einheitlichem Konsens der einschlägigen Fachleute die vorgelegte Schlussfolgerung oder Beurteilung unvertretbar ist.⁴¹⁹ Ganz grundsätzlich muss die *Unrichtigkeit von einigem Gewicht* sein, das Gesamtbild nicht beeinträchtigende Unrichtigkeiten rechtfertigen die Bestrafung nicht.⁴²⁰

Die Strafvorschriften zum Schutz vor falschen Angaben bzw. unrichtigen Darstellungen sind allgemein als Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB anerkannt.⁴²¹ Sie können somit Grundlage auch von Anlegeransprüchen sein.

⁴¹⁹ *Otto*, in: Heymann, HGB² (1999), § 331 Rn. 26; *ders.*, in: Großkomm. AktG⁴ (1997), § 400 Rn. 14.

⁴²⁰ *Schulze-Osterloh/Servatius*, in: Baumbach/Hueck, GmbHG¹⁸ (2006), Anh. zu § 82, § 331 Rn. 6; *Quedenfeld*, in: MüKo-HGB² (2008), § 331 Rn. 41.

⁴²¹ Zu § 331 HGB: LG Bonn AG 2001, 484, 486; *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 331 Rn. 1; *Otto*, in: Heymann, HGB² (1999), § 331 Rn. 2; *Quedenfeld*, in: MüKo-HGB² (2008), § 331 Rn. 2; *Wiedmann*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB² (2008), Bd. 1, § 331 Rn. 8; speziell zu § 331 Nr. 1a HGB: *Schulze-Osterloh/Servatius*, in: Baumbach/Hueck, GmbHG¹⁸ (2006), Anh. zu § 82, § 331 Rn. 19; zu § 400 AktG: BGHZ 149, 10, 20 f.; 160, 134, 140 f.; BGH NJW 2005, 2450, 2451; *Kropff*, in: MüKo-AktG² (2006), § 400 Rn. 3; *Otto*, in: Großkomm. AktG⁴ (1997), § 400 Rn. 4; zu § 17 PublG: *Südbeck*, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht² (2008), § 17 Nr. 4, 1. Alt. PublG Rn. 5; *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 530.

§ 3 Grundstrukturen des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrechts

Das Recht der USA genießt im Bereich der Kapitalmarkthaftung internationale Vorbildfunktion. Selbst wenn man mit den Ergebnissen nicht einverstanden ist,¹ bleibt es doch der Maßstab, an dem sich international die Regelungen auf diesem Gebiet messen lassen müssen. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass die US-amerikanische Rechtsordnung schon seit langem das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als einheitliches Regulationssystem betrachtet,² während sich im Bewusstsein der deutschen Gesellschaftsrechtswissenschaft das Konzept eines Börsengesellschaftsrechts erst langsam durchzusetzen beginnt.³

Ziel dieses Kapitels ist es nicht, das amerikanische Kapitalmarkthaftungsrecht umfassend darzustellen.⁴ Es sollen vielmehr die Anspruchsgrundlagen, ihr jeweiliger Anwendungsbereich und ihre Funktionsweise nachvollzogen werden, um so das Bild eines umfassenden Kapitalmarkthaftungsrechts zu zeichnen, das sich in über 70-jähriger Praxis bewährt hat. Auf diese Weise soll die Grundlage geschaffen werden für eine umfassende Interpretation der bisher zumeist nur als Einzelregelungen in den Blick genommen Vorschriften des deutschen Kapitalmarktdeliktsrechts.

Die nachfolgende Darstellung beschränkt sich auf die Grundzüge der Kapitalmarkthaftung nach US-amerikanischem Bundesrecht.⁵ Im Bereich der Kapitalmarkthaftung hat sich aufgrund der Regelungen des Securities

¹ Vgl. z.B. die Kritik des BGH an der fraud-on-the-market-theory, stellvertretend BGH NZG 2007, 269.

² Dazu und zu weiteren Gründen für die internationale Vorbildfunktion der US-amerikanischen securities regulation siehe *Hopt*, in: FS Canaris (2007), Bd. 2, S. 105, 120 ff.; *ders.*, ZHR 140 (1976), 201, 202 ff.

³ Siehe nun aber *Bayer*, Gutachten E zum 67. DJT (2008), E 92 ff..

⁴ Für einen Überblick siehe *Kulms*, in: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 1101.

⁵ Zu den "Blue Sky Laws" der US-Bundesstaaten siehe *Hazen*, Securities Regulation, Vol. II⁵ (2005), § 8 (p. 239 et seq.). Stark vereinfachend kann man sagen, dass das Recht der Bundesstaaten einen materiellen Ansatz verfolgt, der beispielsweise versucht, unseriöse Produkte durch Zulassungsverfahren vom Markt fernzuhalten, während das Bundesrecht stärker dem Publizitätsprinzip folgt und dem Markt die endgültige Bewertung überlässt; vgl. *Hazen*, loc. cit., § 8.1[1][B] (p. 242 et seq.).

Act 1933 (im Folgenden: SA 1933) und des Securities Exchange Act 1934 (im Folgenden: SEA 1934), die in Reaktion auf den Börsencrash 1929 und Betrugsfälle während der Börsenhaussee in den 1920er Jahren erlassen wurden,⁶ ein Sonderdeliktsrecht der Kapitalmärkte herausgebildet, das zwar seine Wurzeln im allgemeinen Common Law hat, aber in wesentlichen Punkten im Hinblick auf die Besonderheiten des Kapitalmarkts ausdifferenziert wurde.⁷ In einem frühen Fall führte der Third Circuit Court of Appeals dazu aus:

“The purpose of the civil liability provisions of the first Act was to broaden the law of deceit. In that branch of the law of torts there had raged one of those controversies that delight lawyers and disgust laymen. It had its inception in the famous case of *Derry v. Peek*, and stemmed from a 19th Century English Court’s conservative reluctance to believe ill of the tycoons of its day. [...] The scheme of the 1934 Act is plain. It gave statutory sanction and administrative efficiency to the recently expanded case law against stock market manipulation.”⁸

Die Darstellung beginnt mit der primärmarktrechtlichen Haftung (unter I.), es folgt die Haftung am Sekundärmarkt (unter II.) und die übernahmerechtliche Haftung (unter III.).

I. Primärmarktrechtliche Haftung

Die primärmarktrechtliche Haftung im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht verteilt sich auf verschiedene Tatbestände, deren Anwendungsgebiete sich häufig überlappen und die nebeneinander Anwendung finden.⁹

1. Haftung nach sec. 12 Securities Act

Sec. 12 SA 1933 enthält zwei Prospekthaftungstatbestände. Während sec. 12(a)(1) an die Verletzung gesetzlicher Verbote anknüpft, ist sec. 12(a)(2) als allgemeine zivilrechtliche Haftungsnorm für betrügerisches Verhalten im Zusammenhang mit dem Verkauf von Vermögensanlagen konzipiert.

⁶ Ausführlich zum historischen Hintergrund siehe *Loss/Seligman/Paredes*, Securities Regulation, Vol. I⁴ (2006), § 1.F, G (p. 254 et seq.). Speziell zum SA 1933 siehe auch *Landis*, 28 Geo. Wash. L. Rev. 29 (1959).

⁷ Zum Verhältnis zwischen dem Kapitalmarktdeliktsrecht und dem allgemeinen Deliktsrecht im US-Recht siehe *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 910 et seq. Zur Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktpublizität nach allgemeinem Common Law *Loss/Seligman*, loc. cit., p. 1182 et seq.

⁸ *Rosenberg v. Hano*, 121 F.2d 818, 819, 820 (3d Cir. 1941). Zu der genannten englischen Entscheidung *Derry v. Peek* siehe *Leyens/Magnus*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 417, 432 f.

⁹ *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 382 et seq. (1983).

a) Tatbestand von sec. 12(a)(1) Securities Act

Die Haftung nach sec. 12(a)(1) SA 1933¹⁰ knüpft an die Verletzung des Vertriebsverbots nach sec. 5 SA 1933 an. Dieses unterteilt sich in drei Einzelverbote, die je selbstständiger Anknüpfungspunkt der Haftung aus sec. 12(a)(1) sein können.¹¹ Nach sec. 5(a) SA 1933 ist es verboten, öffentlich Vermögensanlagen (securities) zu verkaufen¹² oder einen solchen Kaufvertrag zu erfüllen, nach sec. 5(b) ist es verboten, jede Art von Prospekt für eine Vermögensanlage zu verbreiten, der nicht die Anforderung von sec. 10 SA 1933 erfüllt oder Vermögensanlagen ohne einen solchen Prospekt zu liefern und nach sec. 5(c) ist es schließlich verboten, Vermögensanlagen zu vertreiben, bevor diese nach sec. 8 SA 1933 wirksam registriert worden sind.¹³ Der Begriff “security” ist in sec. 2(a)(1) SA 1933 – ähnlich in sec. 3(a)(10) SEA 1934 – legaldefiniert und enthält neben einer Auflistung spezifischer Anlageinstrumente (z.B. “note”, “stock”, “bond” und “debenture”) äußerst weit gefasste Generalklauseln, von denen insbesondere der “investment contract” Bedeutung erlangt hat.¹⁴ Nach dem sog. *Howey-Test* liegt ein investment contract vor, wenn ein Investor durch einen Vertrag, eine geschäftliche Transaktion oder ein anderes Modell (scheme) Geld in ein gemeinschaftliches Unternehmen (common enterprise) einbringt und veranlasst wird, Gewinne durch die Bemühungen Dritter zu erwarten.¹⁵

Im Anschluss an die Verbote von sec. 5 SA 1933 greift die Haftung nach sec. 12(a)(1) SA 1933 ein, wenn jemand als Verkäufer von Securities auftritt und ein Verstoß gegen sec. 5 SA 1933 gegeben ist, typischerweise weil ein illegales Angebot oder ein illegaler Verkauf vorliegt oder weil der Prospekt nicht rechtzeitig eingereicht wurde.¹⁶ Die Haftung erfordert kein

¹⁰ Bis 1995 befand sich der Tatbestand in sec. 12(1) Securities Act a.F., vgl. *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, Securities Regulation⁸ (1998), p. 936.

¹¹ *Hazen*, Securities Regulation, Vol. II⁵ (2005), § 7.2[1] (p. 58).

¹² Aus verfassungsrechtlichen Kompetenzgründen erfordert sec. 5 SA 1933 allerdings, dass ein Fall von “interstate commerce” vorliegt, dazu *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 98 et seq.

¹³ Zu den Einzelheiten des Verbots aus sec. 5 SA 1933 siehe etwa *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, Securities Regulation⁸ (1998), p. 119-173.

¹⁴ Ausführlich zur Definition der “security” *Hazen*, Securities Regulation, Vol. I⁵ (2005), § 1.6 (p. 64 et seq.).

¹⁵ *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 et seq. (1946): “an investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise”.

¹⁶ Zum Tatbestand *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 1194 et seq.

Verschulden, sondern kommt in ihrer Art einer Gefährdungshaftung gleich.¹⁷

b) *Tatbestand von sec. 12(a)(2) Securities Act*

Die Regelung von sec. 12(a)(2) SA 1933 erfasst sowohl registrierte als auch nicht registrierte Vermögensanlagen.¹⁸ Anknüpfungspunkt der Haftung sind sowohl fehlerhafte Angaben in einem Prospekt als auch in mündlichen Äußerungen. Der Prospektbegriff ist dabei sehr weit gefasst; erforderlich ist aber, dass der Prospekt im Zusammenhang mit dem öffentlichen Vertrieb der Anlagen steht, so dass etwa Unternehmenskaufverträge nicht darunter fallen.¹⁹ Grundlage der Haftung sind fehlerhafte Angaben (untrue statements) oder Unvollständigkeiten (omissions) bezüglich wesentlicher Umstände (material facts). Dabei werden auch an unregistrierte Vermögensanlagen die gleichen Anforderungen gestellt, die für registrierte Emittenten gelten.²⁰

Anders als sec. 12(a)(1) ermöglicht sec. 12(a)(2) aber dem Beklagten den Entlastungsnachweis, dass er von dem Prospektfehler keine Kenntnis hatte und er auch bei Aufwendung von "reasonable care" den Fehler nicht hätte entdecken können.²¹

Wird ein fehlerhafter Prospekt veröffentlicht, liegt darin zugleich eine Verletzung der Pflicht nach sec. 10(a) SA 1933, der (gemeinsam mit Schedule A) den Inhalt des Prospekts vorgibt, so dass der Veräußerer auch das Verbot aus sec. 5(b) SA 1933²² verletzt und damit eigentlich auch der Haftung nach sec. 12(a)(1) SA 1933 unterläge. Tatsächlich hat der Second Circuit Court of Appeals entschieden, dass bei Veröffentlichung eines fehlerhaften Prospekts eine Verletzung von sec. 5(b) vorliege.²³ Dies ist jedoch nicht einheitliche Rechtsprechung der Appellationsgerichte.²⁴

¹⁷ *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 638 (1988); *Raiford v. Buslease, Inc.*, 825 F.2d 351, 354 (11th Cir. 1987). Aus deutscher Sicht *Fleischer*, WM 2004, 1897, 1899.

¹⁸ *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 1198. Ausgenommen sind nur durch staatliche Stellen ausgegebene Anlagen (legaldefiniert in sec. 3(a)(2) SA 1933) sowie "security future products" im Sinne von sec. 3(a)(14) SA 1933.

¹⁹ *Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 513 U.S. 561, 568 et seq. (1995). Krit. *Hazen*, Securities Regulation, Vol. II⁵ (2005), § 7.6[2][A], [B] (p. 115 et seq.); *Loss*, 105 Harv. L. Rev. 908 (1992).

²⁰ *Dale v. Rosenfeld*, 229 F.2d 855, 857 (2nd Cir. 1956); *Demarco v. Edens*, 390 F.2d 836, 841 (2nd Cir. 1968).

²¹ Zur Auslegung *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 1202 et seq.

²² Vgl. oben S. 81.

²³ *SEC v. Manor Nursing Centers, Inc.*, 458 F.2d 1082, 1098 (2nd Cir. 1972): "A prospectus does not meet the requirements of § 10(a), therefore, if information required to be disclosed is materially false or misleading. Appellants violated § 5(b)(2) by delivering Manor securities for sale accompanied by a prospectus which did not meet the

c) Gemeinsame Tatbestandsmerkmale und Rechtsfolgen

Anspruchsberechtigt nach sec. 12 SA 1933 sind nur die direkten Käufer der Vermögensanlagen.²⁵ Die Kernfrage des Tatbestands, wann jemand „Verkäufer“ im Sinne von sec. 12 SA 1933 und damit *haftpflichtig* ist, hat der U.S. Supreme Court 1988 in der Leitentscheidung *Pinter v. Dahl* geklärt. Danach folgt sec. 12(a)(1) dem aus dem Common Law stammenden Konzept des „privity of contract“, so dass vor allem derjenige haftbar ist, zu dem eine direkte Vertragsbeziehung besteht. Darüber hinaus trifft die Haftung auch solche Personen, die sich erfolgreich um das Anwerben von Käufern bemüht haben und sich dabei von ihren eigenen finanziellen Interessen oder denen des Veräußerers leiten lassen.²⁶ Dies betrifft vor allem Emissionsbanken, die die Vermögensanlagen aktiv bewerben.²⁷

Sec. 12 sieht als *Rechtsfolge* die Erstattung der für den Erwerb der Vermögensanlage bezahlten Gegenleistung nebst Zinsen, aber abzüglich erhaltener Auszahlungen, gegen die Rückgabe der Vermögensanlage (*rescission*) vor oder, wenn der Anspruchsteller nicht mehr Inhaber der Vermögensanlage ist, eine Schadensersatzpflicht. Der Schaden wird dabei berechnet als die Differenz zwischen Erwerbs- und Veräußerungspreis abzüglich erhaltener Auszahlungen.²⁸ Dass der Schädiger damit das allgemeine Kursrisiko trägt, wird bewusst in Kauf genommen, um die Abschreckungswirkung zu verstärken.²⁹

requirements of § 10(a) in that the prospectus contained materially false and misleading statements with respect to information required by § 10(a) to be disclosed”.

²⁴ A.A. etwa *SEC v. Southwest Coal & Energy Co.*, 624 F.2d 1312, 1319 (5th Cir. 1980) unter Verweis auf die fehlende Abgrenzung im Rahmen von sec. 12 SA 1933; *SEC v. Blazon Corp.*, 609 F.2d 960, 968 et seq. (9th Cir. 1979).

²⁵ *Hazen, Securities Regulation, Vol. II*⁵ (2005), § 7.2[1] (p. 61); *Loss/Seligman, Fundamentals of Securities Regulation*⁵ (2004), p. 1206. Aus der Rechtsprechung siehe z.B. *Silva Run Worldwide Ltd. v. Bear Stearns & Co., Inc.*, 2000 WL 1672324 (S.D.N.Y. 2000).

²⁶ *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 647 (1988): “The language and purpose of § 12(1) suggest that liability extends only to the person who successfully solicits the purchase, motivated at least in part by a desire to serve his own financial interests or those of the securities owner. If he had such a motivation, it is fair to say that the buyer ‘purchased’ the security from him and to align him with the owner in a rescission action”.

²⁷ *Hazen, Securities Regulation, Vol. II*⁵ (2005), § 7.7 (p. 134) mit Nachweisen aus der Rechtsprechung. Die allgemeinen Teilnahmeregel (aiding and abetting) sind dagegen im Rahmen von sec. 12 nicht anwendbar, vgl. *Craftmatic Securities Litigation v. Kraftsow*, 890 F.2d 628 638 (3d Cir. 1989), *Bloomenthal, Securities Law Handbook 2007 Ed.* (2006), Vol. 2, § 26:17 (p. 51 et seq.); allgemein *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164, 183 (1994): die allgemeinen Teilnahmeregel sind nicht auf das Kapitalmarktdeliktsrecht übertragbar.

²⁸ *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 656 (1986).

²⁹ *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 659 (1986).

2. Haftung nach sec. 11 Securities Act

a) Tatbestand

Stark vom englischen Vorbild beeinflusst ist die Regelung von sec. 11 SA 1933.³⁰ Im Unterschied zu sec. 12 greift sec. 11 nur bei Fehlern in den offiziell bei der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) einzureichenden Registrierungsunterlagen ein. Anders als bei sec. 12 SA 1933 werden daher fehlerhafte mündliche Äußerungen nicht erfasst.³¹ Nach sec. 11(a) sind falsche Angaben (untrue statements) oder Unvollständigkeiten (omissions) wesentlicher Umstände (material facts) in Registrierungsunterlagen haftungsbegründend. Soweit es um zukunftsgerichtete Aussagen geht, greift die sogenannte “Bespeaks Caution Doctrine” ein,³² die die Haftung – oder genauer: die haftungsbegründende Wesentlichkeit der Umstände – ausschließt, wenn die zukunftsbezogenen Angaben durch “meaningful cautionary statements” ergänzt werden.³³ Inzwischen ist diese Regel in sec. 27A SA 1933 kodifiziert.³⁴

b) Anspruchsberechtigte

Anspruchsberechtigt nach sec. 11 SA 1933 ist jeder, der die Vermögensanlage erworben hat. Damit sind grundsätzlich auch Käufe auf dem Sekundärmarkt erfasst;³⁵ erforderlich ist allerdings, dass der Kauf auf die fehlerhafte Registrierungsunterlage zurückverfolgt werden kann (tracing requirement).³⁶ Probleme wirft dies insbesondere auf, wenn bereits gleichartige Vermögensanlagen im Umlauf sind, die aufgrund anderer Registrierungsunterlagen emittiert wurden.³⁷ Können beim Kauf von Aktien am Sekundärmarkt alte und neue Stücke nicht mehr unterschieden werden, kann der Anspruchsteller seine Aktivlegitimation nicht nachweisen, weil dafür

³⁰ *Loss/Seligman, Fundamentals of Securities Regulation*⁵ (2004), p. 1193.

³¹ In re Sterling Foster & Co., Inc., Securities Litigation, 222 F. Supp.2d 216, 267 (E.D.N.Y. 2002).

³² Dazu ausführlich *Langevoort*, 49 Bus. Law. 481 (1994).

³³ In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 7 F.3d 357, 371 (3d Cir. 1993): “when an offering document’s forecasts, opinions or projections are accompanied by meaningful cautionary statements, the forward-looking statements will not form the basis for a securities fraud claim if those statements did not affect the ‘total mix’ of information the document provided investors”.

³⁴ Dazu eingehend *Calderon/Kowal*, 22 J. Corp. L. 661, 687 et seq. (1997).

³⁵ *Hertzberg v. Dignity Partners, Inc.*, 191 F.3d 1076, 1081 et seq. (9th Cir. 1999); *Hazen*, Securities Regulation, Vol. II⁵ (2005), § 7.3[2] (p. 68 et seq.).

³⁶ *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1158 et seq. (10th Cir. 2000); *Lee v. Ernst & Young, LLP*, 294 F.3d 969, 978 (8th Cir. 2002).

³⁷ Zum tracing in dieser Situation siehe *Kirkwood v. Taylor*, 590 F. Supp. 1375, 1378 et seq. (D. Minn. 1984).

die bloße Möglichkeit, dass er Stücke aus der Neuemission gekauft hat, nicht ausreicht.³⁸

c) *Haftpflichtige*

Ein wichtiger Unterschied zwischen sec. 12 und sec. 11 SA 1933 ist der *Kreis der Haftpflichtigen*. Gemäß sec. 11(a) gehört zu den haftpflichtigen Personen (1) jeder, der das Registrierungsstatement unterschrieben hat;³⁹ (2) jeder, der zur Zeit der Einreichung der betreffenden Registrierungsunterlagen director, Person vergleichbarer Funktion oder Partner beim Emittenten war; (3) jeder, der mit seiner Zustimmung im Registrierungsstatement genannt ist als aktueller oder zukünftiger director, Person vergleichbarer Funktion oder Partner; (4) jeder Experte (accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him), dessen Mitwirkung mit seiner Zustimmung in dem Registrierungsstatement genannt wird;⁴⁰ (5) jede an der Emission beteiligte Emissionsbank. Durch den Private Securities Litigation Reform Act 1995 wurden allerdings zum Schutz vor ausufernder Haftung gerade der unabhängigen Direktoren in sec. 21D(f) SEA 1934 eine Regelung über “proportionate liability” eingeführt, die auch für die Prospekthaftung nach sec. 11 SA 1933 Geltung beansprucht.⁴¹

d) *Subjektiver Tatbestand*

Je nach Anspruchsgegner variieren die Verschuldensanforderungen. Der Emittent selbst haftet verschuldensunabhängig; er kann nur geltend machen, dass der Anspruchsteller die Fehlerhaftigkeit der Registrierungsunterlagen kannte.⁴² Andere Haftpflichtige können sich gemäß sec. 11(b)(1) und (2) SA 1933 entlasten, indem sie vor Wirksamwerden des Registrierungsstatements von ihrer in den Dokumenten aufgeführten Funktion zurücktreten und die SEC und den Emittenten schriftlich informieren, dass sie für den fehlerhaften Teil der Dokumente keine Verantwortung zu übernehmen bereit sind bzw., wenn das Registrierungsstatement ohne ihr Wis-

³⁸ *Harden v. Raffensperger, Hughes & Co., Inc.*, 933 F. Supp. 763, 767 (S.D. Ind. 1996); *Abbey v. Computer Memories, Inc.*, 634 F. Supp. 870, 876 (N.D. Cal. 1986); *McFarland v. Memorex Corp.*, 493 F. Supp. 631, 642 (N.D. Cal. 1980); *Lorber v. Beebe*, 407 F. Supp. 279, 287 (S.D.N.Y. 1976).

³⁹ Nach sec. 6(a) SA 1933 ist das Registrierungsstatement zu unterschreiben vom Emittenten, seinem principal executive officer oder officers, seinem principal financial officer und seinem comptroller oder principal accounting officer.

⁴⁰ Rechtsanwälte oder Buchhalter des Unternehmens trifft dann eine Haftung, wenn sie Legal Opinions oder Gutachten erstellen, die in den Prospekt aufgenommen werden, vgl. *Hazen*, *Securities Regulation*, Vol. II⁵ (2005), § 7.3[3] (p. 71).

⁴¹ *Langevoort*, 51 Bus. Law. 1157, 1164 (1996).

⁴² *Loss/Seligman*, *Fundamentals of Securities Regulation*⁵ (2004), p. 1230.

sen wirksam wird, bei Erkennen der Fehlerhaftigkeit zurücktreten, SEC und Emittenten informieren und zusätzlich eine öffentliche Erklärung abgeben, dass sie für den fehlerhaften Teil der Dokumente keine Verantwortung zu übernehmen bereit sind (whistle-blowing defense).⁴³ Daneben eröffnet sec. 11(b)(3) SA 1933 die Möglichkeit der Entlastung wegen mangelnden Verschuldens (due diligence defense), wobei sich die Anforderungen zwischen Experten und sonstigen Haftpflichtigen unterscheiden.⁴⁴

e) Umfang der Ersatzpflicht und Kausalität

Als *Rechtsfolge* verpflichtet sec. 11 die Haftpflichtigen zur Leistung von Schadensersatz im Sinne eines Differenzbetrags, dessen Berechnung sec. 11(e) SA 1933 regelt.⁴⁵ Wichtig dabei ist, dass im Rahmen der Berechnung der Erwerbspreis stets durch den Preis des ersten öffentlichen Angebots gedeckelt wird, so dass die Haftpflichtigen nie mehr erstatten müssen, als bei der Emission erlöst wurde. Innerhalb von 12 Monaten nach dem Gültigkeitsdatum des Registrierungsstatements wird gemäß sec. 11(a) SA 1933 a.E. die Kausalität unwiderleglich vermutet.⁴⁶

3. Weitere Anspruchsgrundlagen

a) Haftung nach sec. 17(a) Securities Act?

Die Regelung von sec. 17(a) SA 1933 enthält ein allgemeines Marktmissbrauchsverbot beim Angebot (offer) oder Verkauf (sale) von Vermögensanlagen. Obwohl die SEC Rule 10b-5 zum SEA 1934, die nach dem Vorbild von sec. 17(a) SA 1933 entworfen wurde, als Musterbeispiel für eine "implied remedy" gilt,⁴⁷ tendiert die Rechtsprechung ganz überwiegend dazu, bei sec. 17(a) SA 1933 anders zu entscheiden und eine deliktsrechtliche Relevanz der Norm zu verneinen.⁴⁸

b) Haftung nach Rule 10b-5 am Primärmarkt

In *Herman & MacLean v. Huddleston* hat der U.S. Supreme Court entschieden, dass sec. 10(b) SEA 1934 mitsamt der zugehörigen Rule 10b-5

⁴³ Dazu *Hazen*, Securities Regulation, Vol. II⁵ (2005), § 7.4[1] (p. 86 et seq.).

⁴⁴ *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation⁶ (2006), p. 252. Zur Sorgfaltspflicht der Emissionsbank ausführlich In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628, 671 et seq. (S.D.N.Y. 2004).

⁴⁵ Zur Schadensberechnung im Einzelnen *Choi/Pritchard*, Securities Regulation (2005), p. 515 et seq.

⁴⁶ Vgl. z.B. *Barnes v. Osofsky*, 373 F.2d 269, 272 (2nd Cir. 1967).

⁴⁷ Dazu unten S. 91 f.

⁴⁸ Ausführlich zum Stand der Diskussion mit umfassenden Nachweisen aus der Rechtsprechung *Hazen*, Securities Regulation, Vol. III⁵ (2005), § 12.22 (p. 588 et seq.).

zu sec. 11 SA 1933 in freier Anspruchskonkurrenz steht und die Haftung nach Rule 10b-5 nicht dadurch ausgeschlossen ist, dass die Fehlinformation gerade im Registrierungsstatement erfolgt.⁴⁹ Damit können Fehlinformationen am Primärmarkt grundsätzlich auch nach den Regeln der Rule 10b-5 beurteilt werden.⁵⁰ Bedeutung dürfte dies insbesondere haben im Falle mündlicher Falschinformationen, die nicht unter sec. 11 SA 1933 fallen,⁵¹ wenn zugleich der Tatbestand von sec. 12(a)(2) SA 1933 nicht erfüllt ist, etwa weil die Voraussetzungen des *privity of contract*⁵² nicht gegeben sind.

Die Rechtsprechung hat für derartige Fälle bereits eine “*fraud-created-the-market-doctrine*” entwickelt,⁵³ die den Beweis des haftungs begründenden Vertrauens (*reliance*) erleichtert, wenn es dem Kläger gelingt zu zeigen, dass die Vermögensanlage ohne die Falschinformation überhaupt nicht hätte erfolgreich vermarktet werden können.⁵⁴

4. Zusammenfassung

Die Primärmarkthaftung nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht lässt sich also in drei Grundtatbestände gliedern: Während sec. 12(a)(1) SA 1933 vornehmlich eine Haftung darstellt für den Versuch, die Registrierungspflichten zu umgehen, und somit der Bekämpfung des illegalen Anlagenvertriebs gilt, enthalten sec. 12(a)(2) und sec. 11 SA 1933 die Prospekthaftungstatbestände im eigentlichen Sinne. Besteht zwischen Anspruchsteller und Anspruchsgegner ein Vertrag oder ein Verhältnis, das einer Vertragsbeziehung gleichkommt, kann der Anspruchsteller nach sec. 12(a)(2) SA 1933 Rückabwicklung verlangen. Diese Regelung lehnt sich eng an das allgemeine Rechtsinstitut der *Rescission* an, das eine (ein- oder beidseitige) Vertragsaufhebung bezeichnet,⁵⁵ und ist daher ihrer Art nach eher vertrags- als deliktesrechtlich zu qualifizieren.

Besteht dagegen die typische Anonymität organisierter Kapitalmärkte, ist der Schadensersatz gemäß sec. 11(e) SA 1933 auf den Differenzschaden

⁴⁹ *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 382 et seq. (1983): “we see no reason to carve out an exception to Section 10(b) for fraud occurring in a registration statement just because the same conduct may also be actionable under Section 11”.

⁵⁰ *Bloomenthal*, *Securities Law Handbook* 2007 Ed. (2006), Vol. 2, § 27:1 (p. 99). Zu Rule 10b-5 unten S. 91 ff.

⁵¹ Siehe oben S. 84.

⁵² Siehe oben S. 83.

⁵³ Die *fraud-on-the-market-theory* selbst soll auf den IPO-Markt keine Anwendung finden, In re *Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42 et seq. (2nd Cir. 2006).

⁵⁴ *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1163 et seq. (10th Cir. 2000), dazu *Hazen*, *Securities Regulation*, Vol. III⁵ (2005), § 12.10[6][C] (p. 349 et seq.).

⁵⁵ *Reimann*, *Einführung in das US-amerikanische Privatrecht*² (2004), S. 48.

begrenzt, wobei dem Anspruchsteller aber für Käufe innerhalb eines Jahres nach dem Gültigkeitsdatum des Prospekts eine unwiderlegliche Kausalitätsvermutung zugute kommt. Im Rahmen von sec. 12(a)(2) SA 1933 und Rule 10b-5 erfasst die Haftung auch mündliche Äußerungen. Der Emittent haftet dabei grundsätzlich verschuldensunabhängig, während hinsichtlich der sonstigen Haftpflichtigen ein Verschulden erforderlich ist, das mit dem allgemeinen negligence Standard gleichzusetzen ist.⁵⁶

II. Sekundärmarktrechtliche Haftung

Die sekundärmarktrechtlichen Publizitätspflichten nach dem SEA 1934 knüpfen an die Registrierung der Vermögensanlagen (securities)⁵⁷ bei der SEC an. Gemäß sec. 12(a) SEA 1934 dürfen an Börsen keine Vermögensanlagen gehandelt werden, die nicht registriert sind. Für börsennotierte Vermögensanlagen folgt die Registrierungspflicht aus sec. 12(b) SEA 1934. Ergänzt wird sie durch ein Registrierungserfordernis in sec. 12(g) SEA 1934 für außerbörslich gehandelte Aktien,⁵⁸ das eingreift, wenn der Emittent mindestens über Vermögenswerte im Gegenwert von \$ 10 Millionen verfügt⁵⁹ und mehr als 500 Aktionäre hat. Die Registrierungspflichten aus sec. 12 SEA 1934 treten neben die primärmarktbezogenen Registrierungspflichten des SA 1933 und sind mit diesen nur wenig abgestimmt.⁶⁰ Daneben kann die SEC auf Grundlage von sec. 15(d) SEA 1934 weiteren Emittenten Publizitätspflichten auferlegen.

Die Haftungstatbestände am Sekundärmarkt, insbesondere der wichtigste Tatbestand der Rule 10b-5, knüpfen nicht an bestimmte Publizitätsakte an. Um eine bessere Vergleichbarkeit zu gewährleisten,⁶¹ orientiert sich die folgende Darstellung aber an den verschiedenen Publizitätsarten am Sekundärmarkt.

⁵⁶ Explizit Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 208 (1976).

⁵⁷ Zum Begriff der "security" oben S. 81.

⁵⁸ Die außerbörsliche Registrierungspflicht ist limitiert auf "equity securities", legaldefiniert in sec. 3(a)(11) SEA 1934 und der dazugehörigen Rule 3a11-1.

⁵⁹ Kraft der durch sec. 12(h) SEA 1934 verliehenen Möglichkeit, generelle Ausnahmen von dem Registrierungserfordernis aus sec. 12(g) zu definieren, hat die SEC durch Rule 12g-1 mehrfach den in sec. 12(g) genannten Betrag von \$ 1 Million erhöht. Die letzte Erhöhung auf \$ 10 Millionen erfolgte durch Release No. 37157, 61 SEC Dock 2092 (1996).

⁶⁰ *Loss/Seligman*, *Fundamentals of Securities Regulation*⁵ (2004), p. 472. Zu Vereinheitlichungstendenzen *ibid.*, p. 149 et seq.

⁶¹ Insbesondere zur Darstellung der Pflichten nach deutschem Kapitalmarktrecht unten S. 248 ff.

1. Haftung für fehlerhafte Regelpublizität

a) Regelpublizität

Nach sec. 13(a) und sec. 15(d) SEA 1934 ist die SEC ermächtigt, Vorschriften über die Regelpublizität zu erlassen. Die wichtigsten dieser Regelungen sind Form 10-K über den "annual report" und Form 10-Q über den "quarterly report".⁶² Der Bericht nach Form 10-K muss seit Ende 2006 binnen 60 Tagen nach dem Ende des Geschäftsjahres bei der SEC eingereicht werden, die Berichte nach Form 10-Q müssen jeweils 45 Tage nach dem Ende der ersten drei Quartale jedes Geschäftsjahres eingereicht werden.

Im Nachgang zu den Finanzskandalen um Enron und WorldCom wurde die SEC durch sec. 302 des Sarbanes-Oxley Act⁶³ (im Folgenden SOA) ermächtigt, durch besondere Vorschriften Zertifizierungspflichten der Unternehmensverantwortlichen hinsichtlich der auf sec. 13(a) und sec. 15(d) SEA 1934 basierenden Publizitätsakte einzuführen („Bilanzeit“).⁶⁴ Dies ist durch Rule 13a-14 und Rule 15d-14 geschehen, auf denen wiederum die Vorgaben aus Item 601(b)(31)(i) der Regulation S-K beruhen,⁶⁵ die gemäß Item 15(b) Form 10-K bzw. Item 6 Form 10-Q in den Annual Report bzw. den Quarterly Report zu integrieren sind. Haftungsrechtlich dürften diese neuen Pflichten allerdings nahezu bedeutungslos bleiben, da das bestehen-

⁶² Rechtsvergleichend zur Quartalsberichterstattung *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23.

⁶³ Rechtsvergleichend dazu *Fleischer*, ZIP 2007, 97, 98 f.

⁶⁴ Der Ausdruck kommt daher, dass die SEC unmittelbar im Anschluss an die Enron/WorldCom-Skandale durch eine "order" auf Grundlage von sec. 21(a) SEA 1934 (dies dürfte einer Allgemeinverfügung i.S.v. § 35 S. 2 VwVfG gleichkommen) alle CEOs und CFOs von Emittenten mit "revenues" von mehr als \$ 1,2 Milliarden gezwungen hat, unter Eid zu versichern, dass die jeweils aktuellen Form 10-K reports und alle folgenden Form 10-Q reports nach einer Überprüfung "to the best of my knowledge" keine Unrichtigkeiten bezüglich wesentlicher Umstände enthielten bzw. wiederum unter Eid mitzuteilen, aufgrund welcher Umstände eine solche Versicherung falsch wäre, vgl. Order Requiring the Filing of Sworn Statements Pursuant to Section 21(a)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, SEC File No. 4-460 (SEC June 27, 2002); krit. dazu unter dem Gesichtspunkt der Umgehung der üblichen Verfahren beim Erlass von Rules *Hazen*, Securities Regulation, Vol. II³ (2005), § 9.3[2][A] (p. 294).

⁶⁵ Kernstück ist die Versicherung "... 2. Based on my knowledge, this report does not contain any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary to make the statements made, in light of the circumstances under which such statements were made, not misleading with respect to the period covered by this report; 3. Based on my knowledge, the financial statements, and other financial information included in this report, fairly present in all material respects the financial condition, results of operations and cash flows of the registrant as of, and for, the periods presented in this report; ...". Krit. zur Regelung und ihrer Entstehung *Romano*, 114 Yale L. J. 1521, 1540 et seq., 1579 et seq. (2005).

de Sanktionssystem – wie sogleich zu zeigen sein wird – bereits sehr weit reichend ist.⁶⁶

b) *Haftung nach sec. 18 Securities Exchange Act*

Der Securities Exchange Act enthält drei spezialgesetzliche Haftungsvorschriften. Sec. 9(e) SEA 1934 begründet eine Haftung bei Marktmanipulation, sec. 16(b) SEA 1934 bei Insiderhandel.⁶⁷ Demgegenüber firmiert sec. 18 SEA 1934 unter der Überschrift “Liability for Misleading Statements”. In der Praxis spielt diese Haftungsnorm jedoch keine Rolle.⁶⁸

Die Haftung nach sec. 18(a) SEA 1934 knüpft ähnlich wie sec. 11 SA 1933 an Informationspflichtverletzungen in Dokumenten an, die bei der SEC oder der Börse eingereicht werden müssen. Teilweise existieren aber gesetzliche Fiktionen, wonach eine Information im Sinne von sec. 18 SEA 1934 als nicht eingereicht (filed) gilt.⁶⁹ Ersetzt wird der Schaden, der durch den Kauf oder Verkauf einer Vermögensanlage im Vertrauen (reliance) auf eine falsche (false) oder irreführende (misleading) Aussage in einem solchen Dokument entstanden ist.⁷⁰ Anders als bei Rule 10b-5, bei der “scienter” erforderlich ist,⁷¹ muss im Rahmen von sec. 18(a) SEA 1934 der Beklagte beweisen, dass er gutgläubig war (acted in good faith) und keine Kenntnis des Fehlers hatte. Die praktische Irrelevanz des Tatbestands folgt aber daraus, dass der Kläger beweisen muss, dass er tatsächlich gerade auf die unrichtige *Aussage* als solche (und nicht allgemein auf den fehlerhaften Publizitätsakt) vertraut hat,⁷² weshalb ihm die Beweiserleichterungen der fraud-on-the-market-theory nicht zugute kommen.⁷³

⁶⁶ *Fairfax*, 55 Rutgers L. Rev. 1, 43 (2002). Zur strafrechtlichen Relevanz des Bilanzzeids siehe *Alverson*, 33 Sec. Reg. L. J. 15 (2005).

⁶⁷ Dazu unten S. 100 f.

⁶⁸ *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 1239 et seq.

⁶⁹ Siehe etwa Form 10-Q, General Instruction F mit Bezug auf Finanzinformationen im Quartalsbericht; siehe auch Rule 14a-3(c) zum SEA 1934.

⁷⁰ Ausführlich zum Tatbestand *Loss/Seligman*, Securities Regulation, Vol. IX³ (1992), § 11.C.3.c (p. 4296 et seq.).

⁷¹ Siehe sogleich unten S. 92 f.

⁷² In re *Suprema Specialties, Inc. Securities Litigation*, 438 F.3d 256, 283 et seq. (3d Cir. 2006). Danach reicht es nicht einmal aus, dass der Kläger die fehlerhaften Dokumente persönlich gelesen hat, sofern er nicht beweisen kann, dass er sich gerade auf eine spezielle Falschaussage in dem Dokument verlassen hat.

⁷³ *Heit v. Weitzen*, 402 F.2d 909, 916 (2nd Cir. 1968). Anders als sec. 11(a) SA 1933 a.E. enthält sec. 18(a) SEA 1934 nicht den Hinweis, “reliance may be established without proof of the reading of the registration statement”.

c) Haftung nach Rule 10b-5

aa) Implied Remedy und Inhalt von Rule 10b-5

Der weitaus wichtigste Tatbestand des Kapitalmarktdeliktsrechts ist die "implied liability" nach Rule 10b-5 zum Securities Exchange Act 1934. Nach allgemeinem amerikanischem Deliktsrecht – § 286 Restatement (Second) of Torts – kann eine objektiv-rechtliche Norm eine Haftungsfolge auslösen, wenn die Norm (a) eine besondere Gruppe von Personen schützen soll, der die Person angehört, deren Interesse betroffen ist, (b) das besondere Interesse schützen soll, das verletzt wurde, (c) dieses Interesse gerade vor der eingetretenen Art der Schädigung schützen soll und (d) dieses Interesse gerade vor der spezifischen Gefährdung schützen soll, durch welche die Schädigung verursacht wurde. Dass eine konkrete Norm eine solche Haftungsfolge auszulösen geeignet ist, kann sich entweder aus dem expliziten Inhalt oder aus dem Zusammenhang (necessary implication) ergeben.⁷⁴

Die 1942 erlassene Rule 10b-5 zum Securities Act 1934 enthält ein allgemeines Marktmanipulationsverbot im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Vermögensanlagen.⁷⁵ Verboten sind (a) manipulierende oder betrügerische Verhaltensweisen (device, scheme, or artifice to defraud), (b) die Abgabe falscher Erklärungen (untrue statements) bezüglich wesentlicher Umstände (material facts) oder das Verschweigen wesentlicher Umstände (omit to state a material fact), das eine tatsächlich gemachte Erklärung unter den gegebenen Umständen missverständlich (misleading) macht und (c) die Beteiligung an betrügerischen oder täuschenden Handlungen oder Unterlassungen gegenüber Dritten (fraud or deceit upon any person). In einer Entscheidung aus dem Jahr 1946 wurde erstmals ausgesprochen, dass aus Rule 10b-5 eine zivilrechtliche Haftung folgen kann,⁷⁶ inzwischen ist dies nahezu einhellig anerkannt.⁷⁷ Trotz der oben erwähnten zivilrechtlichen Anspruchsgrundlagen im Securities Exchange Act ist die Haftung aufgrund der implied remedy der Rule 10b-5 inzwischen durch die Rechtsprechung zum mit Abstand wichtigsten Fall der Sekundärmarkthaftung gemacht worden.⁷⁸ Danach haften nicht nur die Emittenten, sondern –

⁷⁴ Restatement (Second) of Torts § 286, Comment c (1965).

⁷⁵ Zur Gesetzesgeschichte siehe *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 937 et seq.

⁷⁶ *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512, 513 (E.D. Pa. 1946).

⁷⁷ *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 370 (1983): "The existence of this implied remedy is simply beyond peradventure".

⁷⁸ Bildlich der U.S. Supreme Court in *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 737 (1975): "When we deal with private actions under Rule 10b-5, we deal with a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn".

wenn die Voraussetzungen (insbesondere auch der subjektive Tatbestand) in ihrer Person vorliegen – auch die Geschäftsleiter persönlich.⁷⁹

Der Haftungsstatbestand nach Rule 10b-5 wurde erst im Laufe der Jahre durch die Rechtsprechung ausgeformt. Dabei haben sich folgende Grundelemente herausgebildet:⁸⁰ (1) es muss sich um eine Falschdarstellung oder ein Verschweigen wesentlicher Umstände handeln; (2) diese muss auf “scienter” beruhen; (3) es muss eine Verbindung zum Kauf oder Verkauf einer Vermögensanlage bestehen; (4) die haftungsbegründende Kausalität in Form von “reliance” muss vorliegen; (5) es muss ein Vermögensschaden eingetreten sein und (6) es muss haftungsausfüllende Kausalität bestehen.

bb) Falschdarstellung bezüglich wesentlicher Umstände

Haftungsbegründend ist nach dem Wortlaut von Rule 10b-5 nur eine Falschdarstellung oder Unterdrückung von wesentlichen Umständen. Diese Wesentlichkeit (materiality) ist gegeben, wenn ein vernünftiger Anleger die Information über den Umstand als für seine Anlageentscheidung erheblich ansehen würde.⁸¹ Auch formal richtige Informationen können in diesem Sinne zu einer wesentlichen Falschdarstellung werden, wenn die wichtigen Informationen derart in dem Dokument versteckt werden, dass sie von dem durchschnittlichen Leser nicht wahrgenommen werden können (buried facts doctrine).⁸² Auf der anderen Seite hat die Rechtsprechung für zukunftsbezogene Informationen mit der “Bespeaks Caution Doctrine” einen Safe Harbor geschaffen,⁸³ der durch den Private Securities Litigation Reform Act in sec. 21E SEA 1934 positiviert wurde.⁸⁴

cc) Subjektiver Tatbestand

In der grundlegenden Entscheidung *Ernst & Ernst v. Hochfelder* aus dem Jahr 1976 hat der U.S. Supreme Court klargestellt, dass die Haftung aus Rule 10b-5 auf subjektiver Seite mehr als einfache “negligence” erfordere,

⁷⁹ *Howard v. Everex Systems, Inc.*, 228 F.3d 1057, 1061 et seq. (9th Cir. 2000). Zur Bestimmung der Haftpflichtigen siehe auch sogleich unter S. 93 f.

⁸⁰ Zusammenfassend *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341 et seq. (2005).

⁸¹ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 et seq. (1988); *U.S. v. Peterson*, 101 F.3d 375, 380 (5th Cir. 1996).

⁸² Vgl. *Plain English Disclosure*, 63 FR 6370-01 at 6375 (SEC Feb. 6, 1998): “Under the buried facts doctrine, a court would consider disclosure to be false and misleading only if its overall significance is obscured because material information is ‘buried,’ for example, in footnotes or appendices”.

⁸³ Siehe z.B. *Saltzberg v. TM Sterling/Austin Associates, Ltd.*, 45 F.3d 399 (11th Cir. 1995).

⁸⁴ Ausführlich *Hazen, Securities Regulation*, Vol. III⁵ (2005), § 12.9[8] (p. 319 et seq.).

nämlich einen “scienter” genannten subjektiven Standard.⁸⁵ Unstreitig umfasst davon ist vorsätzliches Verhalten,⁸⁶ der U.S. Supreme Court hat sich allerdings bisher noch nicht dazu geäußert, ob auch “recklessness”⁸⁷ ausreicht, um das scienter-Erfordernis zu erfüllen. Dies entspricht aber der absolut herrschenden Meinung in der untergerichtlichen Rechtsprechung.⁸⁸ In der Gerichtspraxis muss der Kläger entweder Tatsachen darlegen, aus denen sich ein Motiv und die Gelegenheit zur Begehung der manipulativen Handlung ergeben oder aber Tatsachen darlegen, die einen Anscheinsbeweis (circumstantial evidence) hinsichtlich eines vorsätzlichen oder rücksichtslosen (reckless) Verhaltens ermöglichen.⁸⁹ Beim Handeln von Angestellten ist grundsätzlich eine Zurechnung zum Emittenten möglich.⁹⁰

dd) Anspruchsberechtigte und Haftpflichtige

Ein Anleger kann sich nur dann auf Rule 10b-5 berufen, wenn er die Vermögensanlage entweder gekauft oder verkauft hat.⁹¹ Gleiches gilt jedoch nicht für die haftpflichtige Person: Trotz des Erfordernisses eines Zusammenhangs (in connection with) mit dem Kauf oder Verkauf einer Vermögensanlage ist nach der Rechtsprechung jeder haftpflichtig, „der ein Mittel anwendet, egal welches, das vernünftige Anleger dazu bringen würde, darauf zu vertrauen und im Zusammenhang damit, derart vertrauend, sie zum Kauf oder Verkauf der Vermögensanlage veranlasst“.⁹² Der U.S. Supreme Court hat 1994 entschieden, dass eine Gehilfenhaftung unter Rule 10b-5 nicht möglich ist,⁹³ stattdessen kann aber primär haftpflichtig sein, wer

⁸⁵ 425 U.S. 185 at 201 et seq. (1976), *rehearing denied*, 425 U.S. 986.

⁸⁶ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193 n. 12 (1976).

⁸⁷ Dies entspricht in etwa grober Fahrlässigkeit, vgl. Reimann, Einführung in das US-amerikanische Privatrecht² (2004), S. 89 mit Fn. 22 („Rücksichtslosigkeit“).

⁸⁸ Hazen, Securities Regulation, Vol. III⁵ (2005), § 12.8[3] mit umfangreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung in Fn 17.

⁸⁹ In re Time Warner Inc. Securities Litigation, 9 F.3d 259, 268 et seq. (2nd Cir. 1993), *cert. denied*, 511 U.S. 1017.

⁹⁰ Ausführlich dazu Griffin, (1989) BYU L. Rev. 1227; Musewicz, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754 (1982).

⁹¹ Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461 (2nd Cir. 1952), *cert. denied*, 343 U.S. 956. Bestätigt durch den U.S. Supreme Court in Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 733 et seq. (1975), *rehearing denied*, 423 U.S. 884.

⁹² “Congress when it used the phrase ‘in connection with the purchase or sale of any security’ intended only that the device employed, whatever it might be, be of a sort that would cause reasonable investors to rely thereon, and, in connection therewith, so relying, cause them to purchase or sell a corporation’s securities”; SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 860 (2nd Cir. 1968), *cert. denied sub nom.* Coates v. SEC, 394 U.S. 976.

⁹³ Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 183 (1994).

selbst ein falsches Statement abgibt.⁹⁴ Daneben soll es aber auch zu einer Haftung führen, wenn ein Dritter selbst eine betrügerische Verhaltensweise (fraudulent scheme) an den Tag legt.⁹⁵ Der U.S. Supreme Court hat aber unlängst in der Grundsatzentscheidung *Stoneridge Investment Partners* klargestellt, dass es noch nicht zu einer direkten Haftung führt, wenn ein Dritter sich als Geschäftspartner an Scheingeschäften beteiligt mit dem Ziel, Umsatz und Cash-Flows des Emittenten für die Darstellung in den Financial Statements zu verfälschen.⁹⁶ Zur Begründung führte er aus, die Scheingeschäfte selbst seien als solche nicht veröffentlicht worden und die Anleger hätten daher nicht im Vertrauen auf die betrügerische Verhaltensweise die Aktien gekauft.

Die Haftung nach Rule 10b-5 erfasst jede Art von Vermögensanlage (any security) und damit selbst solche, die von den Registrierungserfordernissen des Securities Act oder des Securities Exchange Act ausgenommen sind.⁹⁷ Zum Schutz vor ausufernder Haftung wurde 1995 in sec. 21D(f) SEA 1934 eine Regelung über “proportionate liability” eingeführt.⁹⁸

ee) Haftungs begründende Kausalität (fraud-on-the-market-theory)

Nach allgemeinem Deliktsrecht besteht eine Haftung für betrügerische Fehlinformationen im US-Recht nur, wenn der Geschädigte im berechtigten Vertrauen auf die Fehlinformation einen Schaden erlitten hat.⁹⁹ Auch im Rahmen eines Anspruchs nach Rule 10b-5 ist grundsätzlich eine kausale Verknüpfung durch “reliance” erforderlich.¹⁰⁰ Einer der Hauptgründe für den praktischen Erfolg von Rule 10b-5 als Haftungsnorm liegt darin, dass die Rechtsprechung an dieser Stelle erhebliche Beweiserleichterungen ge-

⁹⁴ Ausführlich *Cox/Hillmann/Langevoort*, Securities Regulation⁵ (2006), § 13.A.2 (p. 768 et seq.). Zur persönlichen Haftung von Organwaltern *Langevoort*, 42 Wake Forest L. Rev. 627, 649 et seq. (2007).

⁹⁵ In re Enron Corp. Securities, Derivative & “ERISA” Litigation, 439 F. Supp.2d 692, 723 (S.D.Tex. 2006). Siehe auch schon In re Parmalat Securities Litigation, 376 F. Supp.2d 472, 505 (S.D.N.Y. 2005).

⁹⁶ *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta*, 128 S.Ct. 761 (U.S. 2008); dazu aus deutscher Sicht *Adler/Naumann/Wilske*, RIW 2008, 97; *Fleischer*, AG 2008, 265.

⁹⁷ Siehe z.B. *Ontario Public Service Employees Union Pension Trust Fund v. Nortel Networks Corp.*, 369 F.3d 27, 32 (2nd Cir. 2004).

⁹⁸ Ausführlich dazu *Langevoort*, 51 Bus. Law. 1157 (1996). Bis 1998 befand sich die Regelung in sec. 21D(g).

⁹⁹ Restatement (Second) of Torts § 525 (1977): “One who fraudulently makes a misrepresentation of fact, opinion, intention or law for the purpose of inducing another to act or to refrain from action in reliance upon it, is subject to liability to the other in deceit for pecuniary loss *caused to him by his justifiable reliance* upon the misrepresentation.” (Hervorhebung hinzugefügt).

¹⁰⁰ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 243 (1988); *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2nd Cir. 1965), *cert. denied sub nom. List v. Lerner*, 382 U.S. 811.

währt hat, die unter dem Namen “*fraud-on-the-market-theory*” bekannt geworden sind.

In der Leitentscheidung *Basic v. Levinson* aus dem Jahr 1988 hat der U.S. Supreme Court anerkannt, dass der Kläger bei der Veröffentlichung fehlerhafter positiver Informationen¹⁰¹ den Nachweis der haftungsbegründenden reliance mithilfe der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte¹⁰² erbringen kann, ohne dass er seine persönliche Kenntnis der Fehlinformation nachweisen muss:

“An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor’s reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action.”¹⁰³

Durch diese Rechtsprechung wird also das Vertrauen (reliance) des Anlegers in die Richtigkeit eines einzelnen veröffentlichten Statements durch ein Vertrauen in die Integrität des Preises ersetzt, weil unter Zugrundelegung der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte der Preis öffentlich verfügbare Informationen widerspiegelt. Infolgedessen wird das Vertrauen der Anleger auf die Richtigkeit der einzelnen, sich später als fehlerhaft erweisenden Information vermutet. Diese Vermutung ist allerdings nicht unwiderleglich.¹⁰⁴ Voraussetzungen für die Anwendung der *fraud-on-the-market-theory* sind, (1) dass es sich um eine wesentliche (material) Fehlinformation handelt, (2) dass der Kapitalmarkt hinreichend aktiv war um als informationseffizient zu gelten und, (3) dass die Fehlinformation öffentlich verbreitet wurde.¹⁰⁵ Im Normalfall ist der Nachweis von reliance mit Mitteln der *fraud-on-the-market-theory* gleichbedeutend mit dem Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität zwischen der Fehlinformation und der individuellen Transaktion des geschädigten Anlegers (transaction causation).¹⁰⁶

Der besondere Erfolg der *fraud-on-the-market-theory* liegt darin begründet, dass sie – durch den Verzicht auf einen individuellen Nachweis

¹⁰¹ Für den Fall der unterlassen Veröffentlichung war schon zuvor entschieden worden, dass der positive Beweis von reliance nicht erforderlich sei. “All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision”, *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S.*, 406 U.S. 128, 153 et seq. (1972).

¹⁰² Dazu ausführlich unten S. 123 ff.

¹⁰³ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

¹⁰⁴ So bereits *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 et seq. (1988). Ausführlich zu Widerlegungsmöglichkeiten *Loss/Seligman*, *Securities Regulation*, Vol. IX³ (1992), § 11.C.4.d.(i) (p. 4403 et seq.).

¹⁰⁵ *Hazen*, *Securities Regulation*, Vol. III⁵ (2005), § 12.10[6][A] (p. 344).

¹⁰⁶ *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 96 (2nd Cir. 2001); *Castellano v. Young & Rubicam, Inc.*, 257 F.3d 171, 186 (2nd Cir. 2001).

der reliance – die Voraussetzungen für class actions schafft, in denen die gleichlaufenden Ansprüche einer Vielzahl von Anlegern durchgesetzt werden können.¹⁰⁷

ff) Umfang der Haftung

Die Bemessung des Schadensersatzes im Rahmen von Ansprüchen nach Rule 10b-5 ist Gegenstand heftiger Kontroversen gewesen.¹⁰⁸ Gesetzlich ist keine besondere Schadensberechnung vorgegeben, allerdings bestimmt sec. 28(a) SEA 1934, dass niemand bei Schadensersatzklagen nach dem Securities Exchange Act mehr als seinen tatsächlichen Schaden ersetzt verlangen kann. Ferner hat der Gesetzgeber 1995 mittels des Private Securities Litigation Reform Act¹⁰⁹ sec. 21D(e) SEA 1934 eingefügt, der den auf den Preis Bezug nehmenden Schadensersatz im Sinne eines Cap auf die Differenz zwischen dem tatsächlich gezahlten/erzielten Preis und dem durchschnittlichen Kurs während einer 90-Tage-Frist nach Bekanntgabe der Korrekturmeldung begrenzt.¹¹⁰ Als allgemeinen Grundsatz, auf den jüngst der U.S. Supreme Court hingewiesen hat,¹¹¹ hält das Restatement of Torts fest:

“Thus one who misrepresents the financial condition of a corporation in order to sell its stock will become liable to a purchaser who relies upon the misinformation for the loss that he sustains when the facts as to the finances of the corporation become generally known and as a result the value of the shares is depreciated on the market...”¹¹²

Ansatzpunkt ist also der durch einen gesunkenen Börsenpreis entstehende Schaden. Im Grundsatz kann der Kläger daher die Differenz zwischen dem tatsächlichem Preis und dem fairen Preis ersetzt verlangen (out-of-pocket measure).¹¹³ Teilweise wird auch angenommen, der Kläger könne Rückabwicklung (rescission) verlangen;¹¹⁴ dies dürfte allerdings nach der neueren

¹⁰⁷ Dazu *Starr*, 65 St. John's L. Rev. 441, 452 et seq. (1991).

¹⁰⁸ Siehe etwa *Alexander*, 48 Stan. L. Rev. 1487 (1996); *Cornell/Morgan*, 37 UCLA L. Rev. 883 (1990). Für einen Überblick der Rechtsprechung siehe *Rimbeck*, Rechtsfolgen fehlerhafter Ad-hoc Mitteilungen (2005), S. 58 ff.

¹⁰⁹ Dazu *Seligman*, 73 U. Cin. L. Rev. 95 (2005).

¹¹⁰ Krit. dazu *Thompson*, 51 Bus. Law. 1177, 1193 et seq. (1996).

¹¹¹ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 344 (2005).

¹¹² Restatement (Second) of Torts § 548A, Comment b (1977).

¹¹³ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. U. S.*, 406 U.S. 128, 155 (1972); *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 661 et seq. (1986); *Loss/Seligman*, Securities Regulation, Vol. IX³ (1992), § 11.C.4.d.(ii) (p. 4413 et seq.); *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation⁶ (2006), p. 502 et seq. Zur theoretischen Bestimmung des Schadensersatzes werden üblicherweise die price line (der Kurs) und die value line (die den wahren Wert repräsentiert) miteinander verglichen, grundlegend *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1344 (9th Cir. 1976) (*Sneed, J.*, concurring).

¹¹⁴ So etwa eine Entscheidung aus dem Jahr 1975, *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 909 (9th Cir.).

Rechtsprechung in typischen Sekundärmarktfällen, in denen der Haftpflichtige nicht der Verkäufer ist, nicht (mehr) der Fall sein.¹¹⁵ Einigkeit besteht auch darüber, dass bei Geschäften am anonymen Sekundärmarkt Strafschadensersatz (punitive damages) nicht verlangt werden kann.¹¹⁶

Ein Anhaltspunkt der Schadensberechnung ist der Preisverfall nach Bekanntwerden der Fehlinformation; dieser muss aber reduziert werden auf den Anteil, der tatsächlich auf die Fehlinformation entfällt.¹¹⁷ Der U.S. Supreme Court hat in der Entscheidung *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* ausgesprochen, dass allein der verfälschte Preis noch keinen Schaden darstellt,¹¹⁸ damit aber wohl vor allem das Prinzip hervorgehoben, dass sonstige Markteinflüsse ausgeschieden werden müssen, um den spezifischen Kurswert der Fehlinformation zu bestimmen.¹¹⁹

gg) Haftungsausfüllende Kausalität

Die Anforderungen an die haftungsausfüllende Kausalität (loss causation) wurden durch die *Dura*-Entscheidung neu gefasst. Danach reicht es zur Begründung haftungsausfüllender Kausalität nicht aus, dass der Preis bei einem späteren Weiterverkauf niedriger ist als der Kurs zur Zeit des Kaufs war.¹²⁰ Dies darf allerdings nicht zu der vorschnellen Annahme verleiten, der U.S. Supreme Court wäre von den Grundsätzen der Schadensberechnung und der haftungsausfüllenden Kausalität in Form einer Beeinträchtigung des Investorvermögens durch die Fehlinformation abgerückt.¹²¹ Einerseits zeigt die *Dura*-Entscheidung auf, dass so lange die Fehlinformation noch nicht aufgefallen ist und also keine Kurskorrektur erfolgen konnte, dadurch auch noch kein Schaden verursacht worden ist, weil der Anleger jederzeit zum überhöhten Preis weiterverkaufen könnte.¹²² Im Kern ist *Dura* aber vor allem eine Entscheidung, die die Anforderungen an die Darlegungslast des Klägers präzisiert hat.¹²³

¹¹⁵ *Hazen*, Securities Regulation, Vol. III⁵ (2005), § 12.102[2] (p. 383).

¹¹⁶ *Manufacturers Hanover Trust Co. v. Drysdale Securities Corp.*, 801 F.2d 13, 29 (2nd Cir. 1986), *cert. denied*, 479 U.S. 1066.

¹¹⁷ *Miller v. Asensio & Co., Inc.*, 364 F.3d 223, 232 et seq. (4th Cir. 2004). Einen Überblick über die Schadensberechnung, auch unter Einbeziehung des Cap aus sec. 21D(e) SEA 1934, geben *Dickey/Mayer*, 51 Bus. Law. 1203 (1996).

¹¹⁸ 544 U.S. 336 at 342 (2005).

¹¹⁹ Für eine ausführliche Diskussion der schadensrechtlichen Implikationen der *Dura*-Entscheidung siehe *Bloomenthal*, Securities Law Handbook 2007 Ed. (2006), Vol. 2, § 29:54.15 (p. 483 et seq.).

¹²⁰ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 et seq. (2005).

¹²¹ Ausführlich zur Interpretation der Entscheidung *Fox*, 31 J. Corp. L. 829 (2006).

¹²² *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

¹²³ *Loss/Seligman/Paredes*, Securities Regulation³, 2007 Supplement, P. 4407 (p. 1096).

2. Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität

a) Haftung für inhaltlich fehlerhafte Meldungen

Die Ad-hoc-Publizität richtet sich vorrangig nach Form 8-K zum SEA 1934. Sowohl der Haftungstatbestand nach sec. 18 SEA 1934¹²⁴ als auch das Verbot von sec. 10(b) SEA 1934 mit der dazugehörigen Rule 10b-5 knüpfen allerdings nicht an bestimmte Formen der Publizität an. Während sich sec. 18(a) auf alle aufgrund des Securities Exchange Act einzureichende Veröffentlichungen bezieht, erfordert Rule 10b-5 lediglich, dass ein Fall von "interstate commerce" vorliegt,¹²⁵ ohne das Medium der Fehlinformation sonst in irgendeiner Weise zu beschränken. Die Haftung für Fehlinformationen in einer Ad-hoc-Mitteilung im Sinne von Form 8-K folgt daher den gleichen, soeben dargestellten, Regeln.

Spezifische Probleme wirft lediglich die Frage auf, unter welchen Umständen der Emittent zu einer Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet ist und wann sich daher eine Haftung für unterlassene Publizität ergeben kann.

b) Haftung für unterlassene Veröffentlichungen

Wie der U.S. Supreme Court klargestellt hat, kommt eine Haftung für die Nichtveröffentlichung von Informationen nur dann in Betracht, wenn eine über Rule 10b-5 hinausgehende Veröffentlichungspflicht besteht.¹²⁶ Das amerikanische Kapitalmarktrecht kennt allerdings keine § 15 WpHG vergleichbare allgemeine Pflicht, wonach wesentliche kursrelevante Informationen unverzüglich zu veröffentlichen wären.¹²⁷ Verschiedentlich ist darauf hingewiesen worden, dass ein gewisser Widerspruch darin liegt, wenn die SEC einerseits wichtige regulatorische Entscheidungen mit der efficient capital market hypothesis rechtfertigt, andererseits aber zögert, zusätzliche Publizitätsanforderungen hinsichtlich der Veröffentlichung von wesentlichen kursrelevanten Informationen aufzustellen, obwohl die Kapitalmarkteffizienzthese in ihrem Kern gerade die Vorteilhaftigkeit derartiger Veröffentlichungen für den Preisbildungsprozess nahe legt.¹²⁸

Die einzelnen Publizitätsanforderungen, die die SEC aufgestellt hat (etwa die Regulation S-K, die die Veröffentlichungspflichten unter dem SA 1933 und dem SEA 1934 harmonisiert), erlegen den Emittenten nach

¹²⁴ Dazu oben S. 90.

¹²⁵ Dazu bereits oben Fn. 12.

¹²⁶ *Chiarella v. U. S.*, 445 U.S. 222, 235 (1980): "When an allegation of fraud is based upon nondisclosure, there can be no fraud absent a duty to speak. We hold that a duty to disclose under § 10(b) does not arise from the mere possession of nonpublic market information".

¹²⁷ Vgl. *Cox/Hillmann/Langevoort*, Securities Regulation⁵ (2006), § 13.D (p. 689).

¹²⁸ *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation⁵ (2004), p. 513.

der Rechtsprechung keine haftungsbewehrte Pflicht zur Veröffentlichung der dort als notwendig aufgeführten Informationen auf.¹²⁹ Zwar wurde aufgrund der durch den SOA eingefügten neuen Regelung von sec. 13(l) SEA 1934 (real time issuer disclosure)¹³⁰ die Anforderungen an Ad-hoc-Meldungen nach Form 8-K überarbeitet,¹³¹ trotzdem handelt es sich weiterhin um "SEC line-items", die nach der bisherigen Rechtsprechung keine haftungsrechtliche Veröffentlichungspflicht auslösen.¹³² Auch die Regulation F-D, wonach Informationen, die einzelnen Personen (etwa Analysten) zugänglich gemacht werden, zugleich öffentlich bekannt gegeben werden müssen, enthält mit Rule 102 die eindeutige Regelung, dass ein Verstoß keine Haftungsfolge unter Rule 10b-5 zum SEA 1934 nach sich zieht.

Lediglich im Kontext des Insiderhandels ist die "disclose or abstain"-Regel anerkannt, wonach der Insider seinen Vertragspartner über wesentliche Umstände aufklären muss, die für dessen Investitionsentscheidung wichtig sind.¹³³

Darüber hinaus kann sich eine Haftung wegen unterlassener Veröffentlichung kursrelevanter Umstände aus einer Reihe von anerkannten Theorien ergeben, die jeweils an eine tatsächliche (frühere) Veröffentlichung anknüpfen: (1) wenn der Emittent eine Veröffentlichung macht, muss er darin alle in diesem Zusammenhang wesentlichen Informationen veröffentlichen und darf nicht nur die halbe Wahrheit verbreiten (half-truth doctrine),¹³⁴ (2) wenn ein einmal richtig veröffentlichtes Statement nach wie vor für die Anlageentscheidungen wesentlich ist und sich zwischenzeitlich die Fakten so verändert haben, dass die Aussage nunmehr falsch oder irreführend ist, kann eine Pflicht zur Aktualisierung (duty to update) entstehen;¹³⁵ (3) außerdem kann sich eine Pflicht zur Korrektur ergeben,

¹²⁹ Siehe z.B. *Anderson v. Abbott Laboratories*, 140 F. Supp.2d 894, 909 (N. D. Ill. 2001). Ausführlich *Langevoort/Gulati*, 57 Vand. L. Rev. 1639, 1646 et seq. (2004) mit weiteren Rechtsprechungsnachweisen.

¹³⁰ Diese Bezeichnung wirkt etwas ambitioniert angesichts der Tatsache, dass nach derzeitiger Rechtslage (General Instructions B.1. zu Form 8-K) eine 4-Tage-Frist mit Ausnahmen für Wochenenden und Feiertage zur Einreichung der „Ad-hoc-Mitteilung“ vorgesehen ist.

¹³¹ Ausführlich dazu *Bloomenthal*, *Securities Law Handbook* 2007 Ed. (2006), Vol. 1, §§ 12:50-12:52 (p. 783 et seq.).

¹³² Siehe Fn. 129; krit. zu dieser Rechtsprechung *Langevoort/Gulati*, 57 Vand. L. Rev. 1639, 1680 et seq. (2004).

¹³³ Siehe die Entscheidung der SEC: *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961); aus der Rechtsprechung *U.S. v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 652 (1997), zuvor schon *Chiarella v. U. S.*, 445 U.S. 222, 230 (1980); *Dirks v. S.E.C.*, 463 U.S. 646, 653 (1983). *Langevoort/Gulati*, 57 Vand. L. Rev. 1639, 1675 et seq. (2004) plädieren dafür, zwischen den Insiderhandelsfällen und Fällen von öffentlicher Kapitalmarktinformation zu trennen.

¹³⁴ Ausführlich dazu *Langevoort*, 52 Stan. L. Rev. 87 (1999).

¹³⁵ *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1431 et seq. (3d Cir. 1997); *In re Time Warner Inc. Securities Litigation*, 9 F.3d 259, 267 et seq. (2nd

wenn unvorsätzlich eine Fehlinformation verbreitet wurde und die Fehlerhaftigkeit später auffällt (duty to correct).¹³⁶

3. Sonstige Haftung am Sekundärmarkt

a) Haftung nach Sec. 9(e) Securities Exchange Act

Sec. 9(e) SEA 1934 begründet eine Haftung bei Marktmanipulation, die an eine Verletzung der Regeln von sec. 9(a), (b) oder (c) anknüpft, die solche Marktmanipulationen verbieten, die nicht auf einer Fehlinformation beruhen. Da diese Verbote nur auf börsengehandelte Vermögensanlagen Anwendung finden, erfordert nach der Rechtsprechung auch der Haftungstatbestand eine Börsennotierung der betreffenden Vermögensanlage.¹³⁷ Im Falle einer Marktmanipulation durch eine Reihe von Transaktionen im Sinne von sec. 9(a)(2) SEA 1934 muss der Kläger etwa darlegen und beweisen: (1) eine Serie von Transaktionen, die tatsächlichen oder scheinbaren Handel in der betreffenden Vermögensanlage hervorruft oder deren Preis erhöht bzw. senkt; (2) durchgeführt mit scienter; (3) zum Zweck, den Kauf oder Verkauf der Vermögensanlage durch Dritte zu bewirken; (4) Vertrauen (reliance) des Klägers und (5) eine Beeinflussung des Kauf- oder Verkaufspreises des Klägers.¹³⁸ Durch diese hohen Anforderungen auf der einen Seite und die Erleichterungen unter Rule 10b-5 auf der anderen Seite,¹³⁹ kommt dem Tatbestand in der Praxis keine Bedeutung zu.

b) Haftung nach sec. 16(b) Securities Exchange Act/sec. 306 Sarbanes-Oxley Act

Einen etwas anderen Fokus als die bisher diskutierten Haftungstatbestände verfolgen sec. 16(b) SEA 1934 und der daran orientierte Tatbestand von sec. 306 SOA (zusammen mit der Durchführungsregelung Regulation BTR). Diese Normen dienen dazu, den Gewinn abzuschöpfen, den Unternehmensinsider durch einen Handel unter Ausnutzung von Insiderinformationen erlangen. Begünstigter ist der Emittent. Ein wesentlicher Unter-

Cir. 1993), *cert. denied*, 511 U.S. 1017; *Backman v. Polaroid Corp.*, 910 F.2d 10, 17 (1st Cir. 1990); *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751, 758 (3d Cir. 1984), *cert. denied*, 469 U.S. 1215.

¹³⁶ *Cox/Hillmann/Langevoort*, Securities Regulation⁵ (2006), § 13.D (p. 691 et seq.) unter Hinweis auf *In re HealthCare Compare Corp. Securities Litigation*, 75 F.3d 276, 282 (7th Cir. 1996).

¹³⁷ *Cowen & Co. v. Merriam*, 745 F. Supp. 925, 931 (S.D.N.Y. 1990).

¹³⁸ *Ray v. Lehman Bros. Kuhn Loeb, Inc.*, 624 F. Supp. 16, 19 (N.D. Ga. 1984). Allgemein zum Tatbestand *Hazen*, Securities Regulation, Vol. III⁵ (2005), § 12.1[4][A] (p. 174 et seq.).

¹³⁹ Rule 10b-5(a) erfasst auch manipulierende oder betrügerische Verhaltensweisen, siehe oben S. 91.

schied zwischen sec. 16(b) SEA 1934¹⁴⁰ und sec. 306 SOA besteht darin, dass bei letzterer das Verhalten an sich rechtswidrig ist und daher auch die SEC zur (straf- und öffentlich-rechtlichen) Rechtsdurchsetzung ermächtigt ist.¹⁴¹

Diese Normen statuieren ihrer Natur nach eher Gewinnabschöpfungsansprüche als Deliktstatbestände. Daher werden sie im Rahmen der vorliegenden Untersuchung nicht vertieft.

4. Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Sekundärmarkthaftung nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht ganz auf einer mit Mitteln des allgemeinen Deliktsrechts gewonnenen Generalklausel beruht, der implied remedy aus Rule 10b-5. Da diese lediglich fehlerhafte tatsächlich erfolgte Veröffentlichungen sanktioniert, besteht kein einheitlicher Tatbestand für unterlassene Publizität, insbesondere unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen. Soweit der Tatbestand allerdings reicht, folgt die Haftung einheitlichen Regeln, ohne dass es darauf ankäme, in welcher Form die Fehlinformation verbreitet wird.

III. Übernahmerechtliche Haftung

Die Informationspflichten im Zusammenhang mit öffentlichen Unternehmensübernahmen in sec. 13(d) und 14(d) SEA 1934 wurden 1968 durch den Williams Act eingeführt.¹⁴² Sie finden nur Anwendung auf Vermögensanlagen, die bei der SEC registriert sind,¹⁴³ nicht aber auf die Vermögensanlagen solcher Emittenten, die nur nach sec. 15(d) SEA 1934 den Publizitätspflichten unterliegen. Das zeitgleich eingeführte übernahmerechtliche Irreführungsverbot von sec. 14(e) SEA 1934 erfasst demgegenüber “tender offers”¹⁴⁴ für sämtliche Vermögensanlagen, auch wenn die Zielgesellschaft selbst nicht bei der SEC registriert ist.¹⁴⁵

¹⁴⁰ Ausführlich zum Tatbestand *Hazen*, Securities Regulation, Vol. IV⁵ (2005), §§ 13.2-13.4 (p. 18 et seq.).

¹⁴¹ *Bloomenthal*, Sarbanes-Oxley Act in Perspective (updated Nov. 2007), § 10:3; *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation⁶ (2006), p. 546.

¹⁴² Zum Regelungskonzept siehe etwa *Berman*, 62 N.Y.U. L. Rev. 580 (1987).

¹⁴³ Das sind entweder börsennotierte Unternehmen oder Emittenten von equity securities mit Assets im Wert von mindestens \$ 10 Millionen und mehr als 500 Aktionären, siehe oben S. 88.

¹⁴⁴ Der Begriff “tender offer” ist nicht legaldefiniert. Die SEC verwendet einen Test mit mehreren Faktoren, vgl. *Wellman v. Dickinson*, 475 F. Supp. 783, 823 et seq. (S.D.N.Y. 1979).

¹⁴⁵ *Hazen*, Securities Regulation, Vol. III⁵ (2005), § 11.1[2][[A] (p. 6).

1. Übernahmerechtliche Informationspflichten

Ausgangspunkt der Informationspflichten ist sec. 13(d)(1) SEA 1934, wonach jeder, der mehr als 5 Prozent der Aktien erwirbt dem Emittenten, den Börsen, an denen die Aktien gehandelt werden, und der SEC binnen 10 Tagen mitteilen muss, (A) für wen (wenn nicht für sich selbst) er die Aktien erworben hat, (B) woher die dazu erforderlichen Mittel stammen, (C) ob beabsichtigt ist, die Kontrolle über das Unternehmen zu übernehmen, (D) wie viele Aktien oder Aktienerwerbsrechte der Käufer und seine "associates" besitzen und (E) welche Absprachen mit Dritten hinsichtlich jeglicher Vermögensanlagen des Emittenten getroffen wurden, insbesondere Joint Ventures, Optionen und ähnliches. Diese Informationen sind gemäß sec. 13(d)(2) SEA 1934 im Falle wesentlicher Änderungen zu aktualisieren. Während sec. 13(d) SEA 1934 vorrangig auf den Paketerwerb außerhalb des öffentlichen Kapitalmarkts abstellt, verpflichtet sec. 14(d) SEA denjenigen, der ein öffentliches "tender offer" zum Erwerb von mehr als 5 Prozent der Vermögensanlagen macht, zuvor die genannten Informationen nach sec. 13(d) SEA 1934 zu veröffentlichen.¹⁴⁶

2. Haftung für fehlerhafte Informationen bei Übernahmen

Eine Haftung für Fehlinformationen durch den Bieter und die Verwaltung der Zielgesellschaft kann sich je nach Lage des Falles aus einer Reihe von Anspruchsgrundlagen ergeben:

Wenn der Bieter im Wege eines Tauschangebots als Gegenleistung seinerseits Vermögensanlagen anbietet, muss er für diese eine Registrierung unter dem SA 1933 vornehmen mit der dazugehörigen Prospektpflicht.¹⁴⁷ Insofern gelten dann die allgemeinen Regelungen über die Prospekthaftung.¹⁴⁸ Allerdings macht Rule 165 zum SA 1933 für "Business Combination Transactions" wichtige Ausnahmen von dem Verbot aus sec. 5 SA 1933, welches vor dem Wirksamwerden der Registrierung jegliches öffentliches Angebot verbietet, so dass eine Prospekthaftung aus sec. 12(a)(1) SA 1933¹⁴⁹ wegen eines illegalen öffentlichen Angebots im Regelfall ausscheiden wird. Möglich bleibt aber die Haftung nach sec. 12(a)(2) und sec. 11 SA 1933.

Da es sich bei den Informationen nach sec. 13(d) SEA 1934 um ein Dokument handelt, das bei der SEC einzureichen ist, findet darauf die Haf-

¹⁴⁶ Zu den Informationspflichten des Bieters siehe *Loss/Seligman, Fundamentals of Securities Regulation*⁵ (2004), p. 632 et seq.

¹⁴⁷ *Cox/Hillmann/Langevoort, Securities Regulation*⁵ (2006), § 16.C (p. 979).

¹⁴⁸ Siehe oben S. 80 ff.

¹⁴⁹ Dazu oben S. 81 f.

tungsregelung von sec. 18(a) SEA 1934 Anwendung.¹⁵⁰ Aufgrund der Auslegung dieser Norm durch die Gerichte¹⁵¹ spielt der Tatbestand in der Praxis jedoch keine Rolle.¹⁵²

Darüber hinaus ist die implied remedy aus Rule 10b-5 auch auf Fehlinformationen anwendbar, die in Dokumenten nach sec. 13(d) SEA 1934 enthalten sind.¹⁵³ Da Rule 10b-5 nur für den Käufer oder Verkäufer einer Vermögensanlage gilt, können sich allerdings nur solche Aktionäre der Zielgesellschaft darauf berufen, die das Angebot angenommen haben.¹⁵⁴

Das spezifische übernahmerechtliche Marktmanipulationsverbot in sec. 14(e) SEA 1934 lehnt sich eng an Rule 10b-5 an, indem es im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten (in connection with any tender offer) verbietet, wesentliche Umstände (material facts) falsch darzustellen (untrue statements) oder zu verschweigen (omit to state) oder sich sonst betrügerisch oder täuschend zu betätigen (to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices).¹⁵⁵ In der Leitentscheidung Piper v. Chris-Craft Industries, Inc. hielt der U.S. Supreme Court im Jahr 1977 fest, dass der alleinige Zweck des Verbots aus sec. 14(e) SEA 1934 darin liegt, die mit dem Übernahmeangebot konfrontierten Investoren zu schützen und ein konkurrierender Bieter sich daher nicht auf die Norm stützen kann.¹⁵⁶ Obwohl sich der Supreme Court dazu noch nicht geäußert hat, gehen die Gerichte davon aus, dass sich die Aktionäre der Zielgesellschaft auf sec. 14(e) SEA 1934 als Anspruchsgrundlage berufen können. Da im Falle von fehlerhaften Informationen bereits eine Haftung nach Rule 10b-5 gegeben ist, kommt sec. 14(e) SEA 1934 als Anspruchsgrundlage nur deshalb eigenständige Bedeutung zu, weil nach der Rechtsprechung auch das Ange-

¹⁵⁰ Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners, L.P., 2001 WL 46978 (S.D.N.Y. 2001); International Broadcasting Corp. v. Turner, 734 F. Supp. 383, 391 (D. Minn. 1990).

¹⁵¹ Siehe oben S. 90.

¹⁵² Hazen, Securities Regulation, Vol. III⁵ (2005), § 11.9 (p. 88 et seq.).

¹⁵³ Levie v. Sears Roebuck & Co., 2006 WL 756063 (N.D. Ill. 2006); Gerber v. Computer Associates Intern., Inc., 860 F. Supp. 27, 29 et seq. (E.D.N.Y. 1994); Cox/Hillmann/Langevoort, Securities Regulation⁵ (2006), § 16.C.1 (p. 982).

¹⁵⁴ Loss/Seligman, Securities Regulation, Vol. IX³ (1992), § 11.C.4.c.(i) (p. 4378); anders aber Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 176 (3d Cir. 2000), cert. denied, 531 U.S. 1149, wonach auch Arbitrageure anspruchsberechtigt sind, die nach Veröffentlichung des Angebots im Vertrauen auf die Angaben des Bieters die Aktien der Zielgesellschaft gekauft haben, wenn der Bieter später aufgrund mit der Fehlinformation zusammenhängenden Umständen das Angebot zurückzieht. Dazu ausführlich Bloomenthal, Securities Law Handbook 2007 Ed. (2006), Vol. 2, § 27:17 (p. 121 et seq.).

¹⁵⁵ Der letzten Tatbestandsalternative kommt aber nach der Rechtsprechung des U.S. Supreme Courts keine eigenständige Bedeutung zu, vgl. Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1, 12 (1985): "We hold that the term 'manipulative' as used in § 14(e) requires misrepresentation or nondisclosure".

¹⁵⁶ 430 U.S. 1 at 35.

bot ausschlagende Aktionäre anspruchsberechtigt sind.¹⁵⁷ Allerdings erfordert nach herrschender Meinung auch eine Haftung aus sec. 14(e) 1934, dass der Haftpflichtige mit scienter gehandelt hat.¹⁵⁸

3. Zusammenfassung

Im Übernahmerecht steht die Haftung des Bieters oder der Verwaltung der Zielgesellschaft nicht so sehr im Vordergrund der Diskussion, die sich vor allem um gegenseitige Unterlassungsansprüche dreht.¹⁵⁹ Viele Fälle übernahmerechtlicher Haftung lassen sich dann über die weiten primärmarktrechtlichen Haftungsnormen (soweit es um Fehlinformationen hinsichtlich der zum Tausch angebotenen Wertpapiere geht) oder über die Generalklausel der Rule 10b-5 lösen. Für die verbleibenden Fälle hält sec. 13(e) SEA 1934 Ansprüche für die Aktionäre der Zielgesellschaft bereit, die das Angebot nicht angenommen haben. Damit ist der haftungsrechtliche Anlegerschutz auch im Übernahmerecht umfassend ausgestaltet.

IV. Zwischenergebnis

Wenn man einen Vergleich der Rechtsgrundlagen im US-amerikanischen und im deutschen Kapitalmarktrecht vornimmt, so erscheint auf den ersten Blick das US-Recht durch generalklauselartige Spezialtatbestände geprägt, während die Spezialdelikte des deutschen Rechts nur enge Anwendungsbereiche abdecken, so dass in vielen Fällen auf das allgemeine Deliktsrecht zurückgegriffen werden muss. Allerdings beruht auch das amerikanische Kapitalmarkthaftungsrecht im Kern auf einem allgemein-deliktsrechtlichen Instrument, der implied remedy, mit deren Hilfe aus der Verwaltungsvorschrift Rule 10b-5 überhaupt erst eine Haftungsnorm werden konnte. Ihrer Struktur nach gleicht diese Haftungskonstruktion dem deutschen § 823 Abs. 2 BGB, indem eine Norm des objektiven Rechts, die zugleich dem Schutz eines bestimmten Personenkreises dient, zur deliktischen Haftungsgrundlage erhoben wird. In seinem Kern ist das amerikanische Kapitalmarkthaftungsrecht daher Deliktsrecht und zwar allgemeines Deliktsrecht, das lediglich seit 1946 durch eine Vielzahl von Gerichtsentscheidungen ausgeformt und den Bedürfnissen des Kapitalmarkts angepasst wurde. So wurden etwa aus der Schutzgesetznorm besondere Ver-

¹⁵⁷ *Plaine v. McCabe*, 797 F.2d 713, 718 (9th Cir. 1986); *Smallwood v. Pearl Brewing Co.*, 489 F.2d 579, 596 (5th Cir. 1974), *cert. denied*, 419 U.S. 873; *Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp.*, 409 F.2d 937, 946 (2nd Cir. 1969).

¹⁵⁸ *Hazen*, *Securities Regulation*, Vol. III⁵ (2005), § 11.10 (p. 99) mit Nachweisen aus der Rechtsprechung.

¹⁵⁹ Siehe z.B. *Polaroid Corp. v. Disney*, 862 F.2d 987, 1006 (3d Cir. 1988).

schuldenserfordernisse abgeleitet¹⁶⁰ und die allgemeinen Regeln über die Teilnahme für nicht anwendbar erklärt.¹⁶¹ Hervorzuheben ist dabei, dass das amerikanische Kapitalmarktrecht auch eigene Spezialdelikte wie sec. 18(a) SEA 1934 enthält, ohne dass dies die Gerichte darin gehindert hätte, das allgemeine Deliktsrecht anzuwenden.

Zwischen der erstmaligen Anerkennung einer Haftung aus Rule 10b-5 und der Aussage des U.S. Supreme Court, ein derartiger Anspruch stehe außer Zweifel¹⁶² sind 37 Jahre vergangen. Das heute in den USA vorzufindende Kapitalmarktdeliktsrecht stellt sich letztlich als das Ergebnis einer langen Entwicklung im Anschluss an den Erlass der Kapitalmarktgesetze 1933/1934 dar. Stellt man im Vergleich auf den Erlass des WpHG im Jahr 1995 ab, befindet sich das deutsche Kapitalmarktdeliktsrecht noch in den Kinderschuhen. Für die weitere Entwicklung in Deutschland könnte das US-Recht ein hilfreiches Vorbild sein, insofern es einen konsequent funktionalen Ansatz vertritt, der losgelöst von dem Medium einer Fehlinformation und meist auch von der Registrierung der betreffenden Vermögensanlage bei der SEC bei einem öffentlichen Vertrieb von einem gewissen Umfang eine Haftung für irreführende Aussagen am Kapitalmarkt statuiert. Auch zeigt die Erfahrung mit dem US-Recht, dass allein die Existenz einer Haftungsnorm noch nicht zu einer Ausweitung der primären Pflichten führt. So existiert nach dem amerikanischen Recht solange keine allgemeine Haftung für unterlassene Ad-hoc-Publizität, wie die SEC keine allgemeine Veröffentlichungspflicht für kursrelevante Umstände statuiert.

Darin zeigen sich die zwei Pole zwischen denen das deutsche Kapitalmarktdeliktsrecht weiterentwickelt werden kann: Auf der einen Seite stehen die gesetzlichen Pflichten der Marktteilnehmer, die auch im Haftungsrecht die äußerste Grenze der Verpflichtung darstellen. Auf der anderen Seite steht die Erkenntnis, dass Fehlinformationen gleichartige Wirkungen hervorrufen, unabhängig davon wie sie verbreitet werden. Ein effektiver Haftungstatbestand sollte daher vorrangig an der Pflichtverletzung durch die fehlerhafte Veröffentlichung und weniger an der äußeren Form der Publizität ansetzen.

¹⁶⁰ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 201 et seq. (1976), *rehearing denied*, 425 U.S. 986.

¹⁶¹ Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 183 (1994); Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, 128 S.Ct. 761 (U.S. 2008).

¹⁶² Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 370 (1983).

§ 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts

Eine juristische Arbeit zum Kapitalmarkt kann und sollte sich nicht vor den ökonomischen Rahmenbedingungen verschließen, in denen sich das Thema bewegt. Wie *Mestmäcker* bereits 1963 festgestellt hat, bewirkt die Interdependenz von Rechts- und Wirtschaftsordnung, dass Funktion und Wirkung aktienrechtlicher Normen ohne die Heranziehung wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnismethoden nicht zureichend erfasst werden können. Sei der Erwerb und der Verlust der Mitgliedschaft mithilfe der Veräußerung des Mitgliedschaftsrechts einmal als aktienrechtliches Problem erkannt, gewinnen diejenigen Regeln, die für den Umsatz von Aktien auf dem Markt gelten, unmittelbare aktienrechtliche Bedeutung.¹ Im Folgenden werden daher die ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarkts dargestellt, soweit ihnen Relevanz für das Thema der Kapitalmarkthaftung zukommt.

Ausgehend von einem Überblick über die Marktteilnehmer des Kapitalmarkts und den Zusammenhang von Investition und öffentlicher Finanzierung sollen die Marktsegmente vorgestellt und sodann die ökonomischen Theorien dargestellt werden, die für das Verständnis des Kapitalmarktgeschehens relevant sind. Ein eigenes Thema bilden die Fragen, welche Anreize daraus für die Manager kapitalmarktgehandelter Unternehmen folgen und welche Möglichkeiten der Verhaltenssteuerung durch Kapitalmarkthaftung bestehen. Die Antworten darauf hängen wesentlich damit zusammen, ob allein das Unternehmen oder auch der Organwalter persönlich haftet. Daher werden die Anreize in dem Abschnitt über die haftpflichtigen Personen gesondert behandelt.²

¹ *Mestmäcker*, Das Verhältnis von Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaft im Aktienrecht, abgedruckt in: ders., *Recht und ökonomisches Gesetz*² (1984), S. 455 ff., Zitate auf S. 455 und S. 466.

² Siehe nachstehend S. 365 ff.

I. Marktteilnehmer am Kapitalmarkt und ihr Verhältnis zueinander

1. Unternehmen

Für Unternehmen bieten Kapitalmärkte eine Möglichkeit der Finanzierung. Die Unternehmensfinanzierung stellt aber nur einen kleinen Bereich des Gesamtunternehmens dar. Grundsätzlich zu unterscheiden sind der Leistungsbereich (die Güterwirtschaft) und die Investitionstätigkeit eines Unternehmens sowie die Finanzierung.³

Unter *Investition* versteht man in der Betriebswirtschaftslehre den zielgerichteten Einsatz finanzieller Mittel zur Beschaffung von Gütern des Strukturvermögens.⁴ Mittels der Investitionen werden die Voraussetzungen für das Funktionieren des Leistungsbereichs des Unternehmens geschaffen. Investitionsentscheidungen stellen den Prototyp der „unternehmerischen Entscheidung“⁵ dar: Ein Unternehmen entschließt sich, eine neue Fabrik zu bauen, ein neues Produkt zu entwickeln oder einen neuen Markt zu erschließen. Die Möglichkeiten sind zahlreich, aber der Erfolg ist oftmals ungewiss. An diesem Punkt setzt der Shareholder-Value-Ansatz an, der fordert, solche Investitionen zu realisieren, die aus ex-ante-Sicht zu einer Steigerung des Anteilseignerwertes führen.⁶

Finanzierung wird traditionell definiert als „die Beschaffung des für die Durchführung der betriebsnotwendigen Investitionen erforderlichen Kapitals“.⁷ Im Einzelnen unterscheidet man zwischen der Innen- und der Außenfinanzierung.⁸ Unter den Begriff der Innenfinanzierung fallen etwa das Einbehalten von Jahresüberschüssen und Vermögensumschichtungen. Demgegenüber versteht man unter Außenfinanzierung sowohl die Zuführung von Eigenkapital („Eigenfinanzierung“) oder Fremdkapital („Gesellschafterdarlehen“) durch die bisherigen Unternehmenseigner als auch die Beteiligung Dritter durch Eigenkapital („Beteiligungsfinanzierung“) oder Fremdkapital („Fremdfinanzierung“) sowie dazwischen liegende Formen („hybride Finanzierung“). Kapitalmärkte dienen der öffentlichen Außenfinanzierung, indem sie Unternehmen ermöglichen, sich an eine unbegrenzte

³ Konzise Darstellung bei *Neus*, Einführung in die BWL³ (2003), S. 278 ff.; *Wöhe*, Allgemeine BWL²¹ (2002), S. 599 ff.

⁴ Vgl. *Schmidt/Terberger*, Investitions- und Finanzierungstheorie⁴ (1997), S. 11.

⁵ Zu einer gesellschaftsrechtlichen Einordnung der unternehmerischen Entscheidung als Ausfluss unternehmerischen Ermessens *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 8 f.

⁶ Instruktiv die Darstellung bei *Rappaport*, Shareholder Value² (1999), S. 39 ff. Zum Shareholder Value unten S. 147 ff.

⁷ *Schmidt/Terberger*, Investitions- und Finanzierungstheorie⁴ (1997), S. 11 m.w.N.

⁸ Dazu und zum Folgenden *Drukarczyk*, Theorie und Politik der Finanzierung² (1993), S. 15 ff.; *Eilenberger*, Finanzierungsarten, in: Gerke/Steiner, HWF³ (2001), Sp. 778 ff.

Zahl von potentiellen Kapitalgebern,⁹ die Anleger, zu wenden. Dabei kommen alle der genannten Formen der Außenfinanzierung zur Anwendung. Der typische Beteiligungstitel ist die Aktie. Im Bereich der Fremdfinanzierung finden sich Unternehmensanleihen u.ä. Bei der hybriden Finanzierung ist schließlich an Wandelanleihen¹⁰ oder sog. Mezzanines¹¹ zu denken.

Investitions- und Finanzierungsentscheidungen weisen grundsätzlich verschiedene Strukturen auf: Das Ziel von Investitionsentscheidungen ist es, (Real-)Investitionsprojekte zu finden, die für das Unternehmen einen höheren Wert haben als sie kosten. Im Allgemeinen richtet man sich dabei am Konzept des Nettobarwerts (net present value) aus.¹² Demgegenüber weisen Finanzmärkte einen weit höheren Grad an Wettbewerb auf als Gütermärkte.¹³ Finanzierungsentscheidungen sind daher grundsätzlich bereits dann positiv zu bewerten, wenn das Kapital zu einem fairen Preis aufgenommen werden kann.¹⁴

2. Anleger

Aus Sicht der Anleger stellt der Erwerb eines Finanzinstruments eine Investition dar. Diese Investition bildet die Kehrseite der Finanzierung der Unternehmen, so dass eine Finanzierungsmöglichkeit, die dem Unternehmen einen Gewinn bringt, bei den investierenden Anlegern zu einem entsprechenden Verlust führt.¹⁵ Unter den Anlegern lassen sich Privatanleger und institutionelle Investoren unterscheiden. Diese Unterscheidung betrifft allerdings weniger die Investitionstätigkeit als die Finanzierungsseite: Institutionelle Investoren – etwa Investmentfonds – finanzieren sich, indem sie ihrerseits das Geld von anderen Anlegern einwerben, während Privatanleger ihr Privatvermögen anlegen. Institutionelle Investoren sind somit Unternehmen, die keine Güterwirtschaft im klassischen Sinne betreiben, sondern sich darauf beschränken, in andere Unternehmen zu investieren.¹⁶

⁹ Konkretisiert wird dies durch den Begriff des „öffentlichen Angebots“ in § 2 Nr. 4 WpPG.

¹⁰ Monographisch dazu Kerber, Eigenkapitalverwandte Finanzierungsinstrumente (2002).

¹¹ Einen praxisnahen Überblick gibt Fischer, in: Stadler, Die neue Unternehmensfinanzierung (2004), S. 224. Aus rechtlicher Sicht Laudenklos/Sester, WM 2004, 2417.

¹² Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance⁸ (2006), p. 15, 17.

¹³ Zur Allokationseffizienz von Finanzmärkten sogleich unten S. 112 f.

¹⁴ Instruktiv zum Unterschied zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance⁸ (2006), p. 332 et seq.

¹⁵ Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance⁸ (2006), p. 333.

¹⁶ Van Horne/Wachowicz, Financial Management¹² (2005), p. 27 unterscheiden insoweit zwischen “direct or primary securities” und “indirect or secondary securities”.

3. *Derivative Finanzinstrumente*

Eine weitere wichtige Rolle am Kapitalmarkt spielen Derivative Finanzinstrumente.¹⁷ Diese stellen selbst keinen Beteiligungstitel dar, sondern beziehen sich auf Beteiligungstitel (oder andere Werte) und können entweder von dem Unternehmen, um dessen Beteiligungstitel es geht, oder von Dritten emittiert werden. Derivate (der bekannteste Fall ist die *Option*) ermöglichen den Anlegern sowohl die Risiken ihres Engagements durch Gegengeschäfte abzusichern als auch besonders spekulative Handelsstrategien zu verfolgen. Die Bewertung von Derivativen Finanzinstrumente hängt entscheidend von der Kursentwicklung und Volatilität des zugrunde liegenden Wertes (underlying) ab.¹⁸

II. *Struktur organisierter Kapitalmärkte*

1. *Primärmarkt*

Der Primärmarkt ist derjenige Markt, auf dem die Anleger die Gelegenheit haben, eine Vermögensanlage erstmalig zu zeichnen bzw. zu erwerben. Das *Initial Public Offering (IPO)*, das manchmal verkürzend mit dem Primärmarkt gleichgesetzt wird, stellt den wichtigsten Fall eines Primärmarktgeschäftes dar. Aber auch das Emittieren neuer Aktien, die im Wege einer Kapitalerhöhung geschaffen werden, durch bereits börsennotierte Unternehmen ist dem Primärmarkt zuzurechnen. Entscheidendes Abgrenzungskriterium ist die Frage, wem der Erlös des Geschäfts zufließt.¹⁹ Bei der Primärmarkttransaktion erhält der Emittent die von dem Anleger erbrachte (Gegen-)Leistung; entweder direkt oder indirekt bei der in der Praxis häufig anzutreffenden Konstellation der Emission mittels eines Emissionskonsortiums, das die Finanzinstrumente vom Emittenten übernimmt und auf eigenes wirtschaftliches Risiko bei den Anlegern platziert.²⁰ Ebenfalls als Primärmarkttransaktion ist es zu werten, wenn die Altaktionäre ihre Aktien erstmals an die Börse bringen. In der Praxis wird ein „Börsengang“ häufig durch eine Kombination von Kapitalerhöhung einerseits und (teilweiser) Veräußerung alter Aktien andererseits vorgenommen.

Es gibt verschiedene Arten von *Emissionsverfahren* am Primärmarkt für Wertpapiere, etwa das Festpreisverfahren, das Auktionsverfahren oder die

¹⁷ Ausführliche Darstellung bei Ross/Westerfield/Jaffe, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 696 et seq.

¹⁸ Grundlegend zur Bewertung von Optionen Black/Scholes, 81 J. Pol. Econ. 637 (1973). Darstellung und Diskussion z.B. bei Franke/Hax, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁵ (2004), S. 379 ff.

¹⁹ Hopt, ZHR 141 (1977), 389, 425 f.; Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 39, F 94. Siehe auch o.V., in: ECB, *Monthly Bulletin* May 2006, p. 89, 90.

²⁰ Siehe dazu Hopt, *Verantwortlichkeit der Banken* (1991), Rn. 18 ff.; Schanz, *Börseneinführung*³ (2007), S. 262 ff.

Bezugsrechteemission.²¹ In der Praxis der Aktienemissionen ist seit den 1990er Jahren das sog. Bookbuilding-Verfahren vorherrschend.²² Dieses kombiniert Elemente des Auktions- und Festpreisverfahrens, indem die Anleger in die Preisfindung einbezogen werden, dem Emittenten aber das Recht bleibt, den endgültigen Ausgabekurs zu bestimmen.²³ Da beim Bookbuilding die Preisfindung aufgrund der im Rahmen einer Roadshow an institutionelle Investoren gegebenen Informationen stattfindet,²⁴ kommt den im Prospekt veröffentlichten Informationen lediglich eine Bestätigungsfunktion zu.²⁵

2. Sekundärmarkt

Hinter dem Begriff des Sekundärmarktes verbirgt sich ganz allgemein gesprochen der Umlaufmarkt für bereits ausgegebene (emittierte) Vermögensanlagen, insbesondere Finanzinstrumente. Bei einer Sekundärmarkttransaktion verkauft ein Anleger seine Kapitalanlage an einen anderen Anleger, so dass der Emittent des Finanzinstruments grundsätzlich uneteiligt ist (sog. *Open Market Transaction*). Der ganz überwiegende Teil des Handels mit Wertpapieren ist dem Sekundärmarkt zuzurechnen.

Die Besonderheit der Open Market Transaction am Sekundärmarkt liegt darin, dass Käufer und Verkäufer typischerweise selbst nicht über die hinreichenden Informationen verfügen, um die Geschäftsaussichten des Emittenten richtig einzuschätzen. Sie sind daher auf Informationen des Emittenten (bzw. deren Weiterverarbeitung durch Analysten und Marktintermediäre) angewiesen, um den Preis ihrer Transaktion bilden zu können. Anders als am Primärmarkt, wo das Interesse des Emittenten an einem besonders hohen Preis für seine Anteile auf der Hand liegt, ist ein Eigeninteresse des Emittenten an den auf dem Sekundärmarkt für seine Anteile gezahlten Preis weniger offensichtlich.

²¹ Konzise Darstellung bei *Kowalewski*, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 311 f., 388 ff.

²² Nach *Wilhelm*, 17 J. Appl. Corp. Fin. 2 (2005) wurden 1999 etwa 90 % aller europäischen IPOs per Bookbuilding durchgeführt.

²³ *Groß*, ZHR 162 (1998), 318; *Jenkinson/Ljungqvist*, Going Public² (2001), p. 17 et seq.; *Schanz*, Börseneinführung³ (2007), S. 336 ff.; *Singhof/Weber*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung² (2008), § 3 Rn. 75.

²⁴ Vgl. *Schanz*, Börseneinführung³ (2007), S. 337.

²⁵ Von Praktikern kann man manchmal hören, der Prospekt werde zum ersten Mal gelesen, wenn die Emission wirtschaftlich kein Erfolg geworden sei und man nach Anknüpfungspunkten für eine Prospekthaftung suche. Dies dürfte aber kaum bedeuten, dass nicht bei Veröffentlichung des Prospekts ein Abgleich mit den bereits im Rahmen der Roadshow erhaltenen bewertungsrelevanten Informationen stattfindet. Die Hauptbedeutung des Wertpapierprospekts liegt aber in seiner Informationsfunktion für die Anleger, die ihre Informationen nicht im Rahmen der Roadshow erhalten, sondern etwa erst als Zweiterwerber die emittierten Papiere kaufen.

Sekundärmärkte differieren hinsichtlich der Marktstruktur und des Organisationsgrades. So gibt es reine face-to-face-Geschäfte unter Anlegern, aber auch Märkte, auf denen eine geregelte Marktpreisbildung stattfindet.²⁶ Zu letzteren zählt der Freiverkehr gemäß § 48 BörsG und der regulierte Markt gemäß §§ 32 ff. BörsG, an denen Börsenpreise i.S.v. § 24 BörsG gebildet werden. Neben den organisierten Märkten gibt es in zunehmendem Maße außerbörsliche Handelssysteme, die ebenfalls der organisierten Zusammenführung von Angebot und Nachfrage dienen.²⁷ Außerdem unterscheiden sich Sekundärmärkte hinsichtlich der an die dort gehandelten Emittenten gestellten Anforderungen, insbesondere im Bereich der Publizitätspflichten.²⁸

III. Ökonomische Grundlagen der Haftung am Primärmarkt

Damit die Haftung für eine Täuschung des Primärmarkts in den zugehörigen ökonomischen Zusammenhang gestellt werden kann, soll zunächst dargestellt werden, welche volkswirtschaftliche Funktion dem Primärmarkt zukommt und wie er diese Funktionen gemäß den vorherrschenden ökonomischen Theorien erfüllt.

1. Funktion des Primärmarkts

Die Existenz funktionierender Primärmärkte gibt den Unternehmen die Möglichkeit, Kapital zu angemessenen Bedingungen aufzunehmen und den Anlegern, Geld gewinnbringend anzulegen. Grundlegend für das Konzept des Kapitalmarkts ist seine *Allokationsfunktion*. In dieser zeigt sich die berühmte „unsichtbare Hand“ des Marktes:²⁹ Der Markt „lenkt“ das Kapital zu den Verwendern, die die attraktivste Rendite bieten. Unrentable Unternehmen können keine attraktive Rendite in Aussicht stellen und haben es daher schwer, Kapital zu beschaffen. Folglich können sie nicht oder nur in geringem Maße investieren. Auf diese Weise behindert der Kapitalmarkt unrentable Investitionen und fördert das gesamtwirtschaftliche Wachstum, indem er das Geld in die produktivsten Verwendungen lenkt.³⁰

²⁶ Zu den Mechanismen der Preisermittlung *Kumpan*, Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme (2006), S. 13 ff. (mit Bezug auf Alternative Handelssysteme).

²⁷ Ausführlich *Kumpan*, Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme (2006), S. 8 ff.

²⁸ Dazu ausführlich aus rechtlicher Sicht unten S. 232 ff.

²⁹ *Smith*, Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (1776), Book 4, Ch 2.

³⁰ Vgl. die Darstellung der Allokationsfunktion bei *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 365.

Kapitalmärkte sind *allokationseffizient*,³¹ wenn die Emissionskurse in einer rationalen Beziehung zu den fundamentalen Werten eines Vermögenswertes stehen, im Falle von Aktienemissionen also dann, wenn der Ausgabekurs den „wahren“ Unternehmenswert richtig widerspiegelt.³² Wie dieser zu bestimmen ist, ist im Einzelnen umstritten. Nach dem führenden sog. Dividendenmodell sollte der Aktienkurs dem mit einem risikoadjustierten Zinssatz diskontierten Gegenwartswert (Nettoarwert) der zu erwartenden ausschüttungsfähigen Cash-Flows entsprechen, welche die Vermögenswerte der Gesellschaft abwerfen.³³ Auf einem allokationseffizienten Kapitalmarkt kann der Anleger genau die Rendite erwarten, die dem mit der Anlage übernommenen Risiko entspricht. Anders gewendet bedeutet dies, dass der Anleger mittels der erwarteten Rendite für das übernommene Risiko entlohnt wird.³⁴ Da kein Anleger bereit sein wird, bei gleicher Renditeerwartung ein höheres Risiko zu übernehmen oder das gleiche Risiko bei einer verminderten Renditeerwartung zu tragen, bewirkt ein allokationseffizienter Kapitalmarkt, dass Unternehmen Geld (nur) genau zu den Bedingungen aufnehmen können, die dem Risiko ihrer Geschäftsaussichten entsprechen.

Zur Schaffung allokationseffizienter Kapitalmärkte ist es notwendig, dass die Anleger hinreichende *Informationen* erhalten, um den Erfolg der Unternehmen auf den Gütermärkten und damit die Renditen der Realinvestitionsprojekte richtig abschätzen zu können.³⁵ Wenn wichtige Informationen nicht im Emissionskurs widerspiegelt werden, etwa weil sie den

³¹ Die ökonomische Theorie bewertet einen Zusammenhang im Allgemeinen danach, ob er „effizient“ ist. Dabei bleibt häufig unausgesprochen, welches Effizienzkriterium zur Anwendung kommt; zumeist wird von der sog. „Pareto-Effizienz“ ausgegangen; dazu und zu weiteren Effizienzkriterien umfassend *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 38 ff. Effizienz und Gerechtigkeit werden, zumindest wenn man die beiden Begriffe gemäß ihrem üblichen Gebrauch definiert, häufig miteinander in Konflikt geraten; siehe etwa die umfangreiche Abhandlung „Fairness versus Welfare“ von *Kaplow/Shavell*, 114 Harv. L. Rev. 961 (2001), die auf utilitaristischer Grundlage dafür plädieren, den Zielkonflikt zugunsten der Wohlfahrt aufzulösen. Nach h.M. in der deutschen Rechtswissenschaft kommt außerrechtlichen Zielvorstellungen wie der Effizienz aber keine unmittelbare rechtliche Verbindlichkeit zu, die es erlauben würde, einen Zielkonflikt zugunsten der Effizienz und zu Lasten anderer *rechtlicher* Prinzipien zu entscheiden; siehe statt aller *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip (1995), S. 463 ff. und passim.

³² Zu den Mechanismen, die die Allokationseffizienz bewirken siehe *Gode/Sunder*, 112 Q. J. Econ. 603 (1997).

³³ Ausführlich *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), p. 61 et seq.; *Klein/Coffee*, Business Organization and Finance¹⁰ (2007), p. 331 et seq.; aus der deutschsprachigen Literatur *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 202 ff.

³⁴ Die erwartete Rendite bildet als Kehrseite die Kapitalkosten des Emittenten, dazu ausführlich unten S. 115.

³⁵ Ausführlich zur Informationsasymmetrie am Primärmarkt unten S. 371 ff.

Marktteilnehmern nicht bekannt sind, kommt es zu negativen Allokationseffekten.³⁶ Damit sind einerseits volkswirtschaftliche Schäden gemeint, etwa die Finanzierung unrentabler Investitionsprojekte, die auch kompetitive Nachteile für andere Unternehmen verursachen können. Andererseits erleidet auch der einzelne Anleger einen Schaden, indem er tatsächlich ein höheres Risiko trägt als die erwartete Rendite suggeriert bzw. bei gleichem Risiko die tatsächlich zu erwartende Rendite unter der bei der Emissionspreisbildung zugrunde gelegten liegt. Wenn dagegen alle relevanten Informationen im Preis eines Wertpapiers widergespiegelt sind, spricht man von einem *informationseffizienten Markt*.³⁷ Informations- und Allokationseffizienz sind nicht völlig gleichzusetzen. Ein Markt ist bereits dann informationseffizient, wenn es keinem Anleger möglich ist, aus einer neuen Information Profit zu schlagen; das heißt aber nicht, dass die Kurse die fundamentalen Werte der Unternehmen korrekt widerspiegeln müssen.³⁸

2. *Underpricing und Hot Issue Markets*

Die neoklassisch-neoinstitutionelle Kapitalmarkttheorie geht davon aus, dass Fehleinschätzungen einzelner uninformatierter Marktteilnehmer (sog. noise trader) durch Arbitragegeschäfte professioneller Anleger umgehend korrigiert werden.³⁹ Solange die Fehleinschätzungen der Investoren unkorreliert und/oder genügend Arbitrageure vorhanden sind, bleibt das Marktgleichgewicht erhalten. Höchst umstritten ist die Frage, ob dieses neoklassisch-neoinstitutionelle Kapitalmarktmodell der Realität entspricht. Unter dem Schlagwort *behavioral finance* hat sich eine ganze Forschungsrichtung etabliert, die das auf der Annahme rationalen Anlegerverhaltens basierende neoklassisch-neoinstitutionelle Modell in Zweifel zieht.⁴⁰

Gemeinsamer Ausgangspunkt, den auch das neoklassisch-neoinstitutionelle Kapitalmarktmodell teilt, ist die Beobachtung, dass es auf Primärmärkten regelmäßig zu dem Effekt des *underpricings* kommt. Der Ausdruck beschreibt das Phänomen, dass die ersten Sekundärmarktkurse einer Aktie signifikant oberhalb des Emissionspreises liegen.⁴¹ Die neoklassi-

³⁶ Kahan, 41 Duke L. J. 977, 1006 et seq. (1992); Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 394; Stout, 87 Mich. L. Rev. 613, 694 (1988). Neuere Untersuchungen legen jedoch nahe, dass bereits steigende Kapitalnachfrage die Allokationseffizienz verbessert, selbst wenn die Anlegerschutzregeln nicht voll ausgestaltet sind, siehe Almeida/Wolfenzon, 75 J. Fin. Econ. 133 (2005).

³⁷ Dazu ausführlich unten S. 123 ff.

³⁸ Elton/Gruber/Brown/Goetzmann, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis⁶ (2003), p. 431.

³⁹ Dazu unten S. 125 f.

⁴⁰ Ausführlich zur behavioral finance unten S. 130 ff.

⁴¹ Grundlegend Stoll/Curley, 5 J. Fin. & Quant. Anal. 309, 320 et seq. (1970); Reilly, 8 J. Fin. & Quant. Anal. 83 (1973); Logue, 8 J. Fin. & Quant. Anal. 91 (1973); Ibbotson,

sche Kapitalmarkttheorie – erweitert durch neoinstitutionalistische Ansätze – versucht, rationale Erklärungen für das underpricing zu finden. So werden einerseits die Überwindung von Informationsasymmetrien durch signaling⁴² und andererseits Principal-Agent-Konflikte als Ursache des underpricing ausgemacht.⁴³

Eine empirisch zu beobachtende Eigentümlichkeit an Primärmärkten stellen die sog. *hot issue markets* dar. Darunter versteht man Marktphasen, in denen das durchschnittliche underpricing und das Emissionsvolumen besonders hoch sind.⁴⁴ So betrug etwa das underpricing am „Neuen Markt“ der Frankfurter Wertpapierbörse im Zeitraum März 1997 bis Dezember 2000 durchschnittlich 49,98 %, ⁴⁵ am amerikanischen IPO-Markt der Jahre 1999 und 2000 sogar 65 %.⁴⁶ Die Vertreter der behavioral finance argumentieren, Theorien auf Grundlage asymmetrischer Informationsverteilung seien nicht geeignet, derartig hohe Ersttagsrenditen zu erklären.⁴⁷ Stattdessen wird versucht, behavioristische Erklärungen für das Phänomen zu finden, etwa die Beeinflussung durch regelrechte Modewellen (sog. fads), Marktphasen und durch überoptimistische Anleger, teilweise auch im Zusammenspiel mit rationalen Akteuren.⁴⁸

2 J. Fin. Econ. 235 (1975). Nach *Jenkinson/Ljungqvist*, *Going Public*² (2001), p. 37 liegt der Schlusskurs des ersten Tages in Industrieländern durchschnittlich über 15 % oberhalb des Emissionskurses. Für Deutschland siehe *Stehle/Ehrhardt*, *ZfB* 1999, 1395, 1414. Einführend aus Sicht des deutschen Kapitalmarktrechts *Serfling/Pape/Kressin*, *AG* 1999, 289, 294 f.

⁴² Zum Signaling als Lösungsmöglichkeit bei Informationsasymmetrien ausführlich unten S. 375.

⁴³ Grundlegend *Rock*, 15 J. Fin. Econ. 187, 189 et seq. (1986) (underpricing als Mittel, Emissionen für uninformierte Marktteilnehmer attraktiv zu machen); außerdem *Allen/Faulhaber*, 23 J. Fin. Econ. 303 (1989); *Grinblatt/Hwang*, 44 J. Fin. 393 (1989); *Welch*, 44 J. Fin. 421 (1989) (underpricing als signaling des Emittenten an die Anleger); *Baron*, 37 J. Fin. 955 (1982); *Baron/Holmström*, 35 J. Fin. 1115 (1980) (underpricing zur Lösung des Principal-Agent-Konflikts zwischen Emittent und Emissionsbank); *Cliff/Denis*, 59 J. Fin. 2871 (2004) (underpricing um sich die Aufmerksamkeit von Analysten zu erkaufen) sowie *Benviste/Spindt*, 24 J. Fin. Econ. 343 (1989) (underpricing als Mittel, um die Präferenzen institutioneller Investoren zu enthüllen).

⁴⁴ Grundlegend *Ibbotson/Jaffe*, 30 J. Fin. 1027 (1975); *Ritter*, 57 J. Bus. 215 (1984). Siehe auch o.V., in: ECB, *Monthly Bulletin* May 2006, p. 89, 91 et seq.

⁴⁵ *Gerke/Fleischer*, *zfbf* 53 (2001), 827, 832.

⁴⁶ *Loughran/Ritter*, 33 (3) *Fin. Manage.* 5 (2004).

⁴⁷ *Ritter/Welch*, 58 J. Fin. 1795, 1822 (2002).

⁴⁸ Siehe *Aggarwal/Rivoli*, 19 (4) *Fin. Manage.* 45 (1990); *Shiller*, 4 (2) *J. Econ. Persp.* 55 (1990); *Lee/Shleifer/Thaler*, 46 J. Fin. 75 (1991) sowie *Ritter*, 46 J. Fin. 3 (1991); *Loughran/Ritter*, 50 J. Fin. 23 (1995) ferner *Miller*, 32 J. Fin. 1151 (1977); *Dark/Carter*, 45 J. Econ. & Bus. 375 (1993) und *Ljungqvist/Nanda/Singh*, 79 J. Bus. 1667 (2006).

3. Auswirkungen für die Unternehmensfinanzierung

a) Modigliani-Miller: Irrelevanz der Finanzierung für Unternehmenswert

Die Fragen, wie und warum Unternehmen Kapital aufnehmen und welche Arten von Finanzierung sie wählen, bilden seit fast 50 Jahren einen Schwerpunkt der finanzwissenschaftlichen Forschung. Grundlegend ist das sog. *Modigliani-Miller-Theorem*.⁴⁹ Danach ist der Unternehmenswert bei einem vorgegebenen Investitionsprogramm unabhängig von der Finanzierungspolitik. Die durchschnittlichen Kapitalkosten eines Unternehmens entsprechen der Kapitalisierungsrate für die Abzinsung des Einkommensstroms einer ausschließlich mit Eigenkapital finanzierten Unternehmung der gleichen Risikoklasse. Letztlich werden die Kapitalkosten damit auf die Eigenkapitalrendite-Forderung reduziert. Diese setzt sich zusammen aus dem Kalkulationszinsfuß ausschließlich eigenfinanzierter Unternehmen der gleichen Risikoklasse zuzüglich eines Aufschlags für das Leverage-Risiko im Falle der Fremdfinanzierung.⁵⁰ Später wurde diese Theorie insbesondere mit Blick auf Steuern angepasst und verfeinert.⁵¹

b) Pecking-Order-Theorie: Eigenkapital als teure Finanzierung

Gegen die These von der Irrelevanz der Finanzierungsart wurden verschiedene Einwände erhoben. Die am weitesten verbreitete neoinstitutionelle Theorie, die sog. pecking-order-Theorie, versucht zu zeigen, dass aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung⁵² die Aufnahme von (Eigen-)Kapital auf öffentlichen Märkten die kostspieligste Variante der Finanzierung darstellt. Ausgehend von der Annahme, dass Manager einen Anreiz haben, aus einem besseren Wissen über die wirklichen Geschäftsaussichten des Unternehmens Profit zu schlagen, wird gefolgert, dass Eigenkapital immer dann emittiert werde, wenn es – nach Auffassung der Manager – vom Markt überbewertet wird.⁵³ Da Anleger solches Verhalten antizipierten, stelle die Bekanntgabe, Eigenkapital zu benötigen ein negatives Signal dar, das zu einem Kursabschlag führen sollte. Um diese Kosten der Kapitalaufnahme zu reduzieren, sollten Unternehmen zunächst versuchen, Realinvestitionsprojekte ohne die Ausgabe von Wertpapieren zu finanzieren,

⁴⁹ *Modigliani/Miller*, 48 AER 261 (1958).

⁵⁰ Darstellung und Diskussion bei *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 339 f.; *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 493 ff.

⁵¹ Überblick bei *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), ch. 18 (p. 468 et seq.).

⁵² Ausführlich zur Bedeutung von Informationsasymmetrien für die Unternehmensfinanzierung unten S. 371 ff.

⁵³ *Myers/Majluf*, 13 J. Fin. Econ. 187 (1984).

etwa indem sie eigene Gewinne reinvestieren⁵⁴ oder – sofern dies nicht ausreicht – einen ausfallrisikolosen Kredit in Anspruch nehmen. Erst wenn beides nicht möglich ist, sollten öffentliche Kapitalmärkte in Anspruch genommen werden; zunächst mittels weniger riskanter Wertpapiere wie Unternehmensanleihen, dann Wandelanleihen u.ä. Erst als letzte Möglichkeit sollten Aktien emittiert werden.⁵⁵ Empirische Untersuchungen zeigen allerdings, dass viele Unternehmen nahezu jährlich öffentlich neues Eigenkapital aufnehmen und nähren damit Zweifel an den Vorhersagen des pecking order models.⁵⁶ Konkurrierende Theorien gehen etwa davon aus, dass Eigenkapital immer dann aufgenommen wird, wenn die Erwartungshaltungen von Management und Anlegern übereinstimmen.⁵⁷

c) *Timing the Market*

Nach der neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarkttheorie ist es gleichgültig, zu welchem Zeitpunkt ein Unternehmen neues (Eigen-)Kapital aufnimmt. Wenn der Markt alloktionseffizient ist, richtet sich der zu erzielende Emissionserlös nach den tatsächlichen Geschäftsaussichten des Emittenten, unabhängig davon, zu welchem Zeitpunkt die Kapitalaufnahme erfolgt. Vertreter der behavioral finance gehen dagegen davon aus, dass Emittenten es schaffen, im Sinne eines “timing the market” bei der Kapitalaufnahme Marktphasen zu identifizieren, in denen ihr Eigenkapital überbewertet ist (sog. window of opportunity).⁵⁸ Grundlage für diese in ihren Einzelheiten höchst umstrittene Annahme ist der durch Studien zur Langzeitperformance empirisch nachweisbare Umstand, dass Unternehmen, die Eigenkapital aufgenommen haben, in den Folgejahren im Vergleich mit anderen Unternehmen signifikant niedrigere Renditen erwirtschaften.⁵⁹ Andere Untersuchungen haben wiederum gezeigt, dass Unternehmen, die eigene Aktien zurückkaufen, in den Folgejahren eine weit über dem Markt liegende Rendite erzielen.⁶⁰ Nach Meinung vieler Vertreter der behavioral finance implizieren diese empirischen Ergebnisse, dass Unternehmen in der Lage sind, den „wirklichen Wert“ ihrer Aktien besser

⁵⁴ Dazu und zu anderen Methoden der Innenfinanzierung bereits oben S. 107.

⁵⁵ Vgl. die “modified pecking order” bei Myers, 39 J. Fin. 575, 589 (1984).

⁵⁶ Fama/French, 76 J. Fin. Econ. 549 (2005).

⁵⁷ Dittmar/Thakor, 62 J. Fin. 1 (2007).

⁵⁸ Benninga/Helmamtel/Sarig, 75 J. Fin. Econ. 115 (2005).

⁵⁹ Loughran/Ritter, 50 J. Fin. 23 (1995). Für Deutschland Neuhaus/Schremper, ZfB 2003, 445.

⁶⁰ Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen, 39 J. Fin. Econ. 181 (1995). Dies gilt insbesondere für sog. “value stocks”. Value stocks zeichnen sich im Gegensatz zu growth stocks dadurch aus, dass der wesentliche Teil des Aktienwertes auf konkret zu erwartenden zukünftigen Cash-Flows und nicht auf dem Gegenwartswert zukünftiger Wachstumschancen beruht, vgl. Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance⁸ (2006), p. 72 et seq.

einzuschätzen als der Markt und Phasen der Über- oder Unterbewertung zum Nachteil der Anleger ausnutzen.⁶¹

d) Folgerungen

Endgültige Folgerungen aus diesen Erkenntnissen zu ziehen, ist schwierig, da sich die finanzwissenschaftliche Forschung selbst noch in einer dynamischen Entwicklung befindet. Wenn es allerdings zutrifft, dass Unternehmen ein "timing the market" betreiben, ergeben sich dadurch nicht nur Nachteile für die Aktionäre, denen Anteile zu überhöhten Preisen verkauft bzw. unter Wert abgekauft werden, sondern auch für die über öffentliche Kapitalmärkte finanzierten Unternehmen selbst. So darf man annehmen, dass die Existenz irrationaler noise traders, deren Handeln nicht durch entsprechende Arbitrage nivelliert wird, Auswirkungen auf das Angebot an Eigenkapital als solches hat: Bei der Existenz größtenteils überoptimistischer Investoren werden Unternehmen in größerem Umfang Aktien ausgeben, bei der Existenz größtenteils überpessimistischer Investoren werden sie in geringerem Umfang Aktien emittieren als es jeweils bei einem durch rationale Anleger bestimmten Marktgleichgewicht der Fall wäre.⁶²

Neben Folgen für das Gesamtangebot an Kapitalmarktstiteln, hat die Fehlbewertung der Aktien einzelner Unternehmen auch erhebliche Auswirkungen auf deren Finanzierungsverhalten. Im Falle einer *fundamentalen Unterbewertung* steht einem rational im Interesse seiner vorhandenen Aktionäre handelnden Manager der Weg zu den öffentlichen Eigenkapitalmärkten nicht offen, er muss also seine Investitionsprojekte auf anderem Wege finanzieren. Falls dies nicht möglich ist, bleibt nur die Alternative, Kapital unterhalb des fairen Preises aufzunehmen – was letztlich zu Lasten der bisherigen Aktionäre geht⁶³ – oder von einem an sich positiven Investitionsprojekt Abstand zu nehmen.⁶⁴ Gleichzeitig steigt die Wahrscheinlichkeit einer (feindlichen) Übernahme, wenn andere Marktteilnehmer realisieren, dass das Unternehmen unterbewertet ist, ohne dass dies auf schlechter Führung durch die aktuelle Unternehmensleitung beruhte.⁶⁵

Die Aufnahme zu günstigen Kapitals kann ebenfalls negative Folgen zeitigen. Neuere ökonomische Theorien legen nahe, dass auch eine *fundamentale Überbewertung* der Unternehmensanteile erhebliche Auswirkungen

⁶¹ Ein aktuelles Beispiel ist der Fall T-Online, in dem ein Tochterunternehmen zum Preis von € 27 emittiert wurde und wenige Jahre später zu einem Abfindungswert von rund € 8 wieder von der Börse genommen wurde; vgl. dazu *Hofmann/Krolop*, AG 2005, 866, 874 ff.

⁶² Vgl. *De Long/Shleifer/Summers/Waldmann*, 44 J. Fin. 681, 687 (1989).

⁶³ *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 560.

⁶⁴ *Myers*, 39 J. Fin. 575, 584 (1984).

⁶⁵ Zu diesem Argument *Stout*, 87 Mich. L. Rev. 613, 687 (1988).

gen auf die Führung des Unternehmens und die zu treffenden Investitionsentscheidungen hat.⁶⁶ Manager eines Unternehmens, dessen Anteile am Kapitalmarkt derart hoch bewertet sind, dass sie die durch den Kurs implizierten zukünftigen Erträge nur noch durch bloßes Glück erwirtschaften können, haben einen starken Anreiz, solche Realinvestitionsprojekte zu realisieren, die kurzfristig (d.h. während ihrer eigenen Amtszeit) hohe Renditen abwerfen, auch wenn bei einer langfristigen Betrachtung andere Projekte, deren Erträge erst in späteren Perioden zu erwarten sind, insgesamt einen höheren Nettobarwert aufweisen.⁶⁷ Gleichzeitig führt die Wahrnehmung, dass die eigenen Aktien überbewertet sind, zu einer erhöhten Übernahmeaktivität. Dabei werden regelmäßig eigene Aktien als Akquisitionswährung eingesetzt; durch Fehlbewertungen ganzer Marktsegmente kann es so zu regelrechten Übernahmewellen kommen.⁶⁸

Die mögliche Ineffizienz des Kapitalmarkts führt also nicht nur dazu, dass die Anleger im Rahmen von Emissionen Aktien zu fundamental nicht gerechtfertigten Preisen kaufen, sondern wirkt sich auch direkt negativ auf das Investitionsverhalten der betroffenen Firmen aus, indem entweder sinnvolle Investitionen nicht realisiert werden können oder ein Anreiz geschaffen wird, Investitionen vorzunehmen, die nicht im Interesse der Aktionäre sind.⁶⁹

IV. Ökonomische Grundlagen der Haftung am Sekundärmarkt

Im folgenden Abschnitt sollen die ökonomischen Grundlagen für eine Einordnung der Sekundärmarkthaftung gelegt werden. In einem ersten Schritt soll aufbauend auf einem Überblick, warum sich Sekundärmärkte bilden, untersucht werden, wie der Sekundärmarkt für Wertpapiere nach der Vorstellung der neoklassisch-neoinstitutionellen Ökonomie funktioniert und welche Einwände von Seiten der behavioral finance dagegen erhoben werden. In einem zweiten Schritt soll dann geklärt werden, welche Bedeutung dem Sekundärmarkt für den dort notierten Emittenten zukommt, ehe abschließend die volkswirtschaftlich relevanten Schäden falscher Sekundärmarktinformation diskutiert werden.

⁶⁶ Umfassend *Kowalewski*, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 492 ff.

⁶⁷ *Jensen*, 34 (1) *Fin. Manage.* 5, 7 et seq. (2005).

⁶⁸ *Shleifer/Vishny*, 70 *J. Fin. Econ.* 295 (2003). Siehe auch *Gaspar/Massa/Matos*, 76 *J. Fin. Econ.* 135 (2005); *Rhodes-Kropf/Viswanathan*, 59 *J. Fin.* 2685 (2004).

⁶⁹ Zu den durch Kapitalmarktineffizienzen ausgehenden Anreizwirkungen auf Manager siehe auch unter S. 390 f.

1. Funktionen des Sekundärmarkts

Sekundärmärkte dienen dem Handel mit bereits emittierten Vermögensanlagen. Der Sekundärmarkt gibt damit einerseits Inhabern von Finanzinstrumenten die Möglichkeit, diese zu veräußern und erlaubt andererseits anderen Anlegern, ihr Geld mittels dieses Finanzinstruments anzulegen. Die Preisbildung auf rationalen Sekundärmärkten folgt dabei im Grundsatz ebenfalls der Idee der Fundamentaleffizienz, das bedeutet etwa für die Bewertung einer Aktie, dass sich gemäß dem Dividendenmodell deren jeweiliger Kurs als Nettobarwert zukünftiger ausschüttbarer Überschüsse darstellen sollte.⁷⁰ Gut organisierte Finanzmärkte haben die Eigenschaft, die Einschätzungen und Erwartungen aller Marktteilnehmer zu einem einzigen Preis zu aggregieren, der die gesammelten Erwartungen hinsichtlich des Fundamentalwertes darstellt.⁷¹

Ausgangspunkt einer Analyse des Sekundärmarkts ist die Frage, weshalb Anleger sich entscheiden, ein Finanzinstrument aus ihrem Depot zu verkaufen oder in ein anderes Finanzinstrument zu investieren. Dabei bestehen wesentliche Unterschiede zwischen großen institutionellen Investoren, die häufig unternehmerischen Einfluss nehmen wollen, und den Privatanlegern. Die wesentliche Motivation zum Erwerb von Kapitalanlagen bei Privatanlegern stellt der Vermögensaufbau dar.⁷² Dies gilt sowohl für den originären Erwerb am Primärmarkt als auch für den Erwerb bereits im Umlauf befindlicher Anlagetitel am Sekundärmarkt. Es lassen sich zwei wesentliche Motive unterscheiden, weshalb Privatanleger Vermögensanlagen am Sekundärmarkt veräußern: Konsumbedürfnisse einerseits und Umschichtungen der Anlagen andererseits.

a) Liquiditätssicherung

Funktionierende Sekundärmärkte sichern die Liquidität der Wertpapiere, was zugleich Rückwirkung auf den Primärmarkt entfaltet. So gibt es weniger Anleger die bereit sind, eine langfristige Investition ohne jederzeitige Desinvestitionsmöglichkeit zu tätigen als solche, die am Primärmarkt für Anlagen mit einem funktionierenden Sekundärhandel investieren.⁷³ Ein breiter Markt mit vielen potentiellen Anlegern ermöglicht es einem Emit-

⁷⁰ Dazu bereits oben S. 112.

⁷¹ Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 371 f.

⁷² Zur zunehmenden Bedeutung der Kapitalmärkte für Privatanleger in Deutschland siehe Krimphove/Regel, Erfolgreiche Anlageberatung (2002), S. 3 f. Als weiteres Motiv der Kapitalanlage kommt insbesondere Steuervermeidung in Betracht, etwa durch eine erwartete Verlustzuweisung, die steuerlich geltend gemacht werden kann.

⁷³ Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 53; Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 150.

tenten eher, seine Finanzierungstitel zu einem den wirklichen Wert der Ertragsaussichten widerspiegelnden Preis zu verkaufen. Zugleich schlägt sich das Risiko, das einmal erworbene Finanzinstrument später nicht mehr oder nur noch zu erhöhten Transaktionskosten⁷⁴ veräußern zu können, in dem Primärmarktpreis nieder. In engen Märkten verlangen Käufer einen Abschlag, der dieses Risiko abdecken soll.⁷⁵ Somit senkt ein funktionierender Sekundärmarkt die von den Anlegern vorgenommenen Risikoabschläge und damit die Kapitalkosten⁷⁶ der Emittenten.

Die fehlende Veräußerbarkeit eines Finanzierungstitels birgt zudem die Gefahr, dass Anleger mit einem unvorhergesehenen Liquiditätsbedarf gezwungen sein könnten, das der Anlage zugrunde liegende Rechtsverhältnis (sei es ein Darlehensvertrag, eine Personengesellschaft oder auch ein Lebensversicherungsvertrag) zu kündigen, um an das Kapital zu gelangen.

b) Portfoliooptimierung

Daneben ermöglicht ein funktionierender Sekundärmarkt den Anlegern, ihre Portfolios zu optimieren, indem sie Vermögensanlagen umschichten. Eine der grundlegenden finanzwissenschaftlichen Theorien ist die auf *Markowitz*⁷⁷ zurückgehende Portfoliotheorie. Grob vereinfacht gesprochen behandelt sie die Frage, welche Auswirkungen die Kombination mehrerer Kapitalanlagen im Sinne eines Portfolios hat.⁷⁸ Eine der Kernthesen der Portfoliotheorie lautet, dass ein Portfolio dann als *risikoeffizient* gilt, wenn es kein anderes gibt, das bei (mindestens) ebenso hohem Ertrag ein geringeres Risiko oder bei (höchstens) gleichem Risiko einen höheren Ertrag aufweist.⁷⁹ Der einzelne Investor kann durch Zusammenstellung einer Auswahl von Wertpapieren und Kombination mit sicheren Anlagen (z.B. fest-

⁷⁴ Unter den Oberbegriff „Transaktionskosten“, der zu den Grundbegriffen der Neuen Institutionenökonomik gehört, werden eine Reihe heterogener Kosten die im Zusammenhang mit einer Transaktion entstehen zusammengefasst; vgl. *Erlei/Jost*, in: *Jost, Transaktionskostenansatz* (2001), S. 35, 38 ff. Im vorliegenden Zusammenhang interessieren vor allem die Koordinationskosten am Markt, die sich auflgliedern lassen in Anbahnungskosten (= Suchkosten; Informationskosten) sowie Vertragskosten (= Verhandlungskosten; Einigungskosten; Kosten ineffizienter Vertragsergebnisse); vgl. *Erlei/Jost*, a.a.O., S. 39. Grundlegend zum Problem der Transaktionskosten *Coase*, 3 J. L. & Econ. 1 (1960).

⁷⁵ *Betsch/Groh/Lohmann*, *Corporate Finance*² (2000), S. 14; vgl. auch *Franke/Hax*, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁵ (2004), S. 43 f.: Der Zinssatz handelbarer Schuldtitel liegt regelmäßig unter dem für nicht-handelbare Titel.

⁷⁶ Zum Begriff der Kapitalkosten bereits oben S. 115.

⁷⁷ Grundlegend *Markowitz*, 7 J. Fin. 77 (1952). Für eine Gesamtdarstellung moderner Portfoliotheorie siehe *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*⁶ (2003).

⁷⁸ Dazu sogleich unten S. 121 f.

⁷⁹ *Schmidt/Terberger*, *Investitions- und Finanzierungstheorie*⁴ (1997), S. 326.

verzinslichen Staatsanleihen) oder durch Hebelung (Leverage) mittels Kreditaufnahme zum Kauf risikobehafteter Papiere aus dem Angebot des Gesamtmarkts ein seinen individuellen Risikoneigungen entsprechendes Portfolio zusammenstellen (sog. *Separationstheorem* oder Tobin-Separation).⁸⁰ Das Bestreben jedes rational handelnden Anlegers geht dahin, sein Portfolio so zu optimieren, dass es unter Berücksichtigung seiner aktuellen Risikoneigung risikoeffizient ist. Je nachdem, welche Anlagestrategie der jeweilige Investor verfolgt,⁸¹ kann sich die Notwendigkeit von Umschichtungen ergeben. Die Möglichkeit zum Austausch von Portfoliotiteln erleichtert diesen Optimierungsprozess erheblich.

2. Portfoliotheorie und Marktgleichgewichtsmodelle

a) Portfoliotheorie: Risiko und Diversifikation

Nach einer wichtigen Erkenntnis der Portfoliotheorie⁸² lässt sich durch Diversifikation das Risiko der Gesamtanlage nicht nur streuen, sondern tatsächlich reduzieren.⁸³ Ein Anleger kann alleine dadurch, dass er eine Vielzahl verschiedener Anlagen hält, das Gesamtrisiko seines Engagements senken, ohne zugleich Abstriche hinsichtlich der zu erwartenden Rendite hinnehmen zu müssen. Nur ein diversifiziertes Portfolio ist risikoeffizient, weil es bei einer suboptimalen Diversifikation eine Alternativanlage gibt, die ohne höhere Kosten aufzuwerfen⁸⁴ ein geringes Risiko birgt.

Jedoch lassen sich nicht alle Risiken eines Finanzinstruments durch Diversifikation minimieren. Selbst wenn sich ein Anleger perfekt diversifizieren und alle auf dem Markt befindlichen Finanzinstrumente in seinem Depot halten würde, so wäre er dennoch den Schwankungen des Gesamtmarktes ausgesetzt. Dieses auf den Markt bezogene Risiko wird als *system-*

⁸⁰ Grundlegend *Tobin*, 25 Rev. Econ. St. 65 (1958).

⁸¹ Für eine praxisnahe Darstellung aktiver und passiver Anlagestrategien vgl. *von Metzler*, in: *Cramer/Rudolph, Anlageberatung und Vermögensverwaltung* (1995), S. 325, 327 ff., 332 ff.

⁸² Ausführliche Darstellung der Theorie in der deutschsprachigen Literatur z.B. bei *Betschler/Groh/Lohmann, Corporate Finance*² (2000), S. 55 ff.; *Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁵ (2004), S. 315 ff.; *Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft der Unternehmung*¹⁴ (2007), S. 240 ff.; *Schmidt/Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie*⁴ (1997), S. 311 ff.; *Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung*⁷ (1992), S. 473 ff.

⁸³ *Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance*⁸ (2006), p. 160 et seq.; *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*⁶ (2003), p. 49 et seq.

⁸⁴ Grenzen der Diversifikation ergeben sich insbesondere durch die mit dem Kauf geringerer Mengen unterschiedlicher Wertpapiere im Vergleich zum Kauf großer Mengen weniger Wertpapiere steigenden Transaktionskosten; vgl. *Statman*, 22 J. Fin. & Quan. Anal. 353 (1987).

matisches Risiko bezeichnet. Sein Gegenstück bildet das jedem Anlageobjekt eigene, idiosynkratische Risiko, das als *unsystematisches* Risiko bezeichnet wird.⁸⁵ Da das unsystematische Risiko durch Diversifikation theoretisch vollständig eliminiert werden kann, braucht es gemäß der klassischen Kapitalmarkttheorie nicht mittels einer in Aussicht gestellten erwarteten Rendite vergütet zu werden.⁸⁶

b) *Capital Asset Pricing Model*

Auf Grundlage der Portfoliotheorie wurde in den Sechziger Jahren des 20. Jahrhunderts durch Arbeiten von *Sharpe*, *Lintner* und *Mossin* das so genannte *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* entwickelt.⁸⁷ Danach wird das Gesamtangebot aller Anlagen wie ein Portfolio betrachtet (sog. Marktportfolio). Unter Einführung der zusätzlichen Annahme, dass alle Anleger bei Kenntnis derselben Informationen dieselben rationalen Erwartungen im Hinblick auf erwartete Renditen, Varianzen und Kovarianzen haben, ergeben sich für alle Anleger identische Portfoliostrukturen, die mit der Struktur des Marktportfolios übereinstimmen. Das Marktportfolio enthält Wertpapiere aller Emittenten entsprechend deren Anteil am Gesamtwert aller umlaufenden Wertpapiere. Befindet sich der Kapitalmarkt im Gleichgewicht, so ist das Marktportfolio risikoeffizient. Daraus folgt, dass im Marktgleichgewicht einzelne effiziente Anlegerportfolios Kombinationen aus dem Marktportfolio und sicherer Anlage oder Verschuldung (entsprechend dem Separationstheorem⁸⁸) sind. Graphisch gesehen liegen alle effizienten Kombinationen auf einer Geraden, die als Kapitalmarktlinie (*Capital Market Line*) bezeichnet wird.⁸⁹

Das CAPM erlaubt eine genauere Bestimmung des *Risikos einzelner Wertpapiere*. Im Marktportfolio als Inbegriff sämtlicher Wertpapiere ver-

⁸⁵ Zum Ganzen *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 256; *Ross/Westerfield/Jaffe*, Corporate Finance⁷ (2005), p. 275; *Schneider*, Investition, Finanzierung und Besteuerung⁷ (1992), S. 514; *Van Horne/Wachowicz*, Financial Management¹² (2005), p. 103.

⁸⁶ *Posner*, Economic Analysis of Law⁷ (2007), p. 467.

⁸⁷ *Sharpe*, 19 J. Fin. 425 (1964); *Lintner*, 47 Rev. Econ. & Stat. 13 (1965); *Mossin*, 34 Econometrica 768 (1966).

⁸⁸ Dazu oben S. 121.

⁸⁹ Siehe zum Ganzen die ausführlichen Darstellungen bei *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), p. 188 et seq.; *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis⁶ (2003), p. 292 et seq.; *Ross/Westerfield/Jaffe*, Corporate Finance⁷ (2005), p. 280 et seq.; *Van Horne/Wachowicz*, Financial Management¹² (2005), p. 104 et seq. Aus der deutschsprachigen Literatur *Betsch/Groh/Lohmann*, Corporate Finance² (2000), S. 95 ff.; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 351 ff.; *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 250 ff.; *Schmidt/Terberger*, Investitions- und Finanzierungstheorie⁴ (1997), S. 343 ff.

schwindet das unsystematische Risiko und es verbleibt nur noch das systematische Risiko. Dieses ergibt sich aus der Kovarianz mit der Rendite des Marktportfolios (je nach Markt ist bereits auf Ebene des Gesamtmarkts eine bestimmte Risikoprämie im Vergleich zu einer risikolosen Anlage zu machen) und wird üblicherweise mit dem griechischen Buchstaben β annotiert bzw. als „Beta“ in Bezug genommen.⁹⁰ Auf Grundlage des CAPM lässt sich folgende Aussage treffen: Im Marktgleichgewicht (in dem die erwartete Rendite genau dem übernommenen Risiko entspricht) ist die erwartete Rendite eines Wertpapiers die Summe aus dem risikolosen Zinssatz und einer Risikoprämie, die sich aus dem Produkt der Marktrisikoprämie mit dem individuellen Risikomaß β ergibt.⁹¹

c) Arbitrage Pricing Theory

Später wurden weitere Marktgleichgewichtsmodelle entwickelt, von denen insbesondere die von Ross entwickelte *Arbitrage Pricing Theory (APT)* Bedeutung gewonnen hat.⁹² Im Unterschied zum CAPM, das das systematische Risiko mit Beta als einfache Korrelation beschreibt, handelt es sich bei APT um ein Mehrfaktorenmodell, das es erlaubt, verschiedene Dimensionen des systematischen Risikos zu unterscheiden. Grundlegend für die APT ist außerdem die Arbitragefreiheitsannahme, wonach sich durch risikolose Arbitrage kein Gewinn erzielen lässt.⁹³

3. Informationseffizienz: Efficient Capital Market Hypothesis

Die soeben dargestellten Kapitalmarktmodelle basieren in wesentlichen Teilen auf der Annahme informationseffizienter Kapitalmärkte. Diese könnte man gleichsam als Kernstück der neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarkttheorie bezeichnen.

a) Theoretische Grundlagen

Nur wenn allen Marktteilnehmern dieselben Informationen zur Verfügung stehen, kann davon ausgegangen werden, dass tatsächlich ein Marktgleichgewicht auf Grundlage homogener Erwartungen zustande kommt. In der realen Welt mit Unsicherheit und verschiedenen Informationsständen di-

⁹⁰ Ausführlich Ross/Westerfield/Jaffe, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 285 et seq.

⁹¹ Schmidt/Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*⁴ (1997), S. 354.

⁹² Grundlegend Ross, 13 J. Econ. Th. 341 (1976).

⁹³ Ausführliche Darstellung der Theorie bei Ross/Westerfield/Jaffe, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 297 et seq. Aus der deutschsprachigen Literatur Perridon/Steiner, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*¹⁴ (2007), S. 263 ff. Zum Prinzip der Arbitragefreiheit instruktiv Franke/Hax, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁵ (2004), S. 368 ff.

vergießen die Einschätzungen verschiedener Anleger. Erst die öffentlichen Märkte aggregieren diese Einschätzungen zu einem gemeinsamen Preis. Grundlage dafür ist das Konzept der Informationseffizienz von Kapitalmärkten (efficient capital market hypothesis – ECMH), das auf *Fama* zurückgeht.⁹⁴ Danach gilt ein Kapitalmarkt als informationseffizient, wenn der Gleichgewichtspreis alle verfügbaren Informationen korrekt widerspiegelt.⁹⁵

aa) *Grade der Informationseffizienz*

Ebenfalls im Anschluss an *Fama* hat es sich eingebürgert, drei (qualitative) Formen der Informationseffizienz von Kapitalmärkten zu unterscheiden, je nachdem welche Art von Informationen als im Preis verarbeitet gilt:⁹⁶ Von *schwacher Informationseffizienz* wird gesprochen, wenn der bisherige Kursverlauf vollständig im aktuellen Preis verarbeitet ist, so dass zukünftige Kursentwicklungen nicht prognostizierbar sind (sog. Random-Walk-Hypothese) und man daher keine Gewinne aus der Beobachtung vergangener Kursentwicklungen ziehen kann; von *mittelstarker (oder: semistarker) Informationseffizienz* wird gesprochen, wenn darüber hinaus alle öffentlich bekannten Informationen vollständig im Preis widerspiegelt werden, so dass niemand aus der Ausnutzung einer neuen Information Gewinn ziehen kann; von *starker Informationseffizienz* ist schließlich die Rede, wenn sämtliche für die Bewertung eines Finanzinstruments relevanten Informationen, auch wenn sie lediglich Insidern bekannt sind, jederzeit im Preis enthalten sind. Vorherrschend ist die Annahme mittelstarker Informationseffizienz.

bb) *Relative Informationseffizienz*

Insbesondere die mittelstarke Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese birgt allerdings ein Paradoxon in sich:⁹⁷ Wenn tatsächlich sämtliche neue Informationen unmittelbar im Preis der Wertpapiere widerspiegelt wer-

⁹⁴ Grundlegend *Fama*, 38 J. Bus. 34 (1965). Wichtige Vorarbeiten zur Theorie des *Random Walk* bereits bei *Kendall*, 116 J. Royal Stat. Soc. – Series A 11 (1953).

⁹⁵ Ausführliche Darstellung der Theorie z.B. bei *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), p. 333 et seq.; *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis⁶ (2003), p. 402 et seq.; *Klein/Coffee*, Business Organization and Finance¹⁰ (2007), p. 417 et seq.; *Van Horne/Wachowicz*, Financial Management¹² (2005), p. 112 et seq.; aus der deutschsprachigen ökonomischen Literatur z.B. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 398 ff.; *Schmidt/Terberger*, Investitions- und Finanzierungstheorie⁴ (1997), S. 209 ff.

⁹⁶ Grundlegend dazu *Fama*, 25 J. Fin. 383 (1970).

⁹⁷ Vgl. die konzise Darstellung bei *Klein/Coffee*, Business Organization and Finance¹⁰ (2007), p. 419.

den, sinkt der Anreiz, neue Informationen zu suchen.⁹⁸ Zwar wird es Analysten hin und wieder gelingen, bisher nicht bekannte Informationen über einen Emittenten zu finden und mittels des dadurch zu erzielenden Gewinns die eigenen Kosten zu decken, insgesamt erscheint es aber unplausibel, weshalb die Garde der Finanzanalysten unter diesen Bedingungen überhaupt einen die Informationssuchkosten übersteigenden Gewinn machen können soll. Die ökonomische Theorie unterscheidet daher zwischen der Preisbildung als solcher und dem Markt für Informationen. *Grossman/Stiglitz* haben die Theorie eines Gleichgewichts des Marktungleichgewichts (equilibrium degree of disequilibrium) aufgestellt, wonach der Marktpreis das Wissen besser informierter Anleger (nur) insoweit widerspiegelt als diese noch einen Gewinn aus der Informationsverwertung ziehen können.⁹⁹ Aufbauend auf diese Überlegungen haben *Gilson/Kraakman* ein Modell relativer Informationseffizienz entwickelt, das eine Theorie über die Mechanismen der Informationsverarbeitung durch Kapitalmärkte enthält.¹⁰⁰ Sie unterscheiden den umfassend informierten Handel (universally informed trading), den Handel sachkundiger Marktteilnehmer (professionally informed trading), den Handel aufgrund abgeleiteter Informationen (derivatively informed trading) und schließlich den uninformierten Handel (uninformed trading). Für jede dieser Handelsarten entwickeln sie Theorien über die Einpreisung von neuen Informationen.¹⁰¹ Zusammengefasst laufen diese Theorien auf die Aussage hinaus, dass ein Markt je informationseffizienter ist, desto günstiger die relevanten Informationen zur Verfügung stehen.

cc) Informationseffizienz und irrationale Anleger

Die Informationseffizienz eines Marktes im Sinne des neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarktmodells wird nicht dadurch in Frage gestellt, dass es einzelne oder sogar eine Vielzahl von Anlegern gibt, die ohne Kenntnis einer Information, unter Fehlinterpretation einer ihnen bekannten Information oder einfach aus dem vermeintlich besseren Wissen über die wirklichen Aussichten eines Emittenten mit Wertpapieren handeln. Denn nach einer weiteren wichtigen Annahme gibt es stets besser informierte *professionelle Arbitrageure*, die einen risikolosen Gewinn dadurch ma-

⁹⁸ Vgl. *Fama*, 21 (5) *Fin. Anal. J.* 55, 57 (1965): Analysten, die Fundamentalanalyse betreiben, müssen zeigen, dass sie durch ihre teuere Vorgehensweise bessere Gewinne erzielen als bei einer zufälligen Aktienausswahl.

⁹⁹ *Grossman/Stiglitz*, 70 *AER* 393 (1980).

¹⁰⁰ *Gilson/Kraakman*, 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984).

¹⁰¹ *Gilson/Kraakman*, 70 *Va. L. Rev.* 549, 565 et seq. (1984). Sehr ausführliche deutschsprachige Darstellung der Einzelmechanismen bei *Sauer*, *Falschinformation des Sekundärmarktes* (2004), S. 136 ff.; zuvor bereits *Ruffner*, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft* (2000), S. 361 f.

chen, dass sie irrationalen Investoren (den noise traders¹⁰²) Wertpapiere zu fundamental ungerechtfertigt günstigen Preisen abkaufen oder ihnen überteuert Wertpapiere verkaufen (ggf. leer verkaufen).¹⁰³ Der auf Grundlage richtiger Informationen gebildete Gleichgewichtspreis wird laut der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte dadurch nicht (oder jedenfalls nur sehr kurzfristig) beeinträchtigt. Dies führt dazu, dass der Gleichgewichtspreis im Durchschnitt die Aussichten eines Wertpapiers weitaus besser widerspiegelt als die Voraussagen jedes einzelnen Marktteilnehmers.¹⁰⁴ Damit der Gleichgewichtspreis allerdings ein tatsächliches Abbild der *fundamentalen Werte* sein kann, müssen dem Markt unverfälschte Informationen zur Verfügung stehen.

dd) Informationseffizienz und Liquidität

Voraussetzung einer praktischen Anwendung der Theorie informationseffizienter Märkte ist die Liquidität des betreffenden Marktes. Ein Kapitalmarkt gilt dann als liquide, wenn es möglich ist, eine große Anzahl von Wertpapieren zu einem Preis zu verkaufen, der sich nicht wesentlich von dem vorherigen Preis unterscheidet, sofern nicht neue Informationen an den Markt gelangen.¹⁰⁵ Auf einem illiquiden Markt müssen Verkäufer fundamental nicht gerechtfertigte Abschläge hinnehmen, so dass es zu einer Preisänderung lediglich aufgrund des Handels kommen kann; andererseits kann gerade der Handel großer „Blöcke“ von Wertpapieren die Existenz einer dem Markt noch unbekanntem Insiderinformation signalisieren, so dass empirisch nachweisbare Kursveränderungen nach einem Blockhandel für sich genommen noch nicht die Illiquidität eines Marktes belegen.¹⁰⁶

¹⁰² Zum Begriff sogleich unten S. 130.

¹⁰³ *Fama*, 38 J. Bus. 34, 38 et seq. (1965); *Friedman*, The Case for Flexible Exchange Rates, in: ders., *Essays in Positive Economics* (1953), p. 157. Zu einer empirischen Überprüfung der Wirksamkeit von Arbitrage siehe *Kluger/Wyatt*, 59 J. Fin. 969 (2004), die an einem Experiment zeigen, dass bereits eine geringe Anzahl rationaler Händler ausreicht, um Preisverzerrungen durch irrationale Händler auszugleichen.

¹⁰⁴ *Grossman*, 31 J. Fin. 573 (1976); *Verrechia*, 70 AER 874 (1980); siehe auch *Figlewski*, 37 J. Fin. 87 (1982); *Hellwig*, 22. J. Econ. Th. 477 (1980); *Mayshar*, 73 AER 114 (1983).

¹⁰⁵ *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*⁶ (2003), p. 32; ähnliche Definitionen bei *Ross/Westerfield/Jaffe*, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 335; *Van Horne/Wachowicz*, *Financial Management*¹² (2005), p. 31.

¹⁰⁶ Empirisch lässt sich zeigen, dass Blockhandel regelmäßige Kurseinflüsse haben; für Deutschland *Oehler/Häcker*, *ZfB* 2004, 461.

b) Empirische Überprüfungen

Nach einem berühmten Satz von *Jensen* aus dem Jahr 1978 handelt es sich bei der efficient capital market hypothesis um die empirisch am besten belegte Hypothese der Ökonomie;¹⁰⁷ inzwischen tauchen jedoch immer mehr ernstzunehmende Zweifel an der Validität der Theorie auf. Die Thesen der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte bieten viele Ansatzpunkte zur empirischen Überprüfung. Die *schwache Form* der Effizienzthese, wonach der bisherige Kursverlauf vollständig im aktuellen Preis verarbeitet ist, steht in Widerspruch zur sog. technischen Analyse (auch Chartanalyse genannt), die versucht, Regelmäßigkeiten im Kursverlauf zu erkennen und dadurch auf die zukünftige Kursentwicklung zu schließen.¹⁰⁸ Der klassische Test der schwachen Form der Informationseffizienz besteht daher darin, zu untersuchen, ob auf Grundlage der technischen Analyse überdurchschnittliche Renditen erzielt werden können. Viele Studien zeigen, dass dies nicht der Fall ist.¹⁰⁹

Besonders interessant für den Bereich der Kapitalmarktinformativhaftung als Haftung für die öffentliche Verbreitung falscher Informationen über einen Emittenten ist die Frage nach der Gültigkeit der *semistarken Form* der Informationseffizienzhypothese. Wenn diese zutrifft, so dass alle veröffentlichten Daten im Kurs verarbeitet sind, sollte es nicht möglich sein, mittels sog. Fundamentalanalyse – also der Auswertung von Informationen, die Aufschluss auf den fairen Unternehmenswert geben wie veröffentlichte Unternehmensdaten oder Prognosen – eine über dem Marktmittel liegende Rendite zu erwirtschaften.¹¹⁰ Ein anerkannter Test der semistarken Informationseffizienzthese besteht daher darin, zu untersuchen, ob Investmentfonds, deren Anlagestrategie auf Fundamentalanalyse beruht, in der Lage sind, eine über dem Marktdurchschnitt liegende Performance zu erzielen. Während ein Großteil der Untersuchungen das erwartete negative Ergebnis aufweist,¹¹¹ gibt es auch Studien, nach denen manche Fonds in der Lage sind, den Durchschnittsmarkt zu übertreffen.¹¹² Vielfach hän-

¹⁰⁷ *Jensen*, 6 J. Fin. Econ. 95 (1978).

¹⁰⁸ Darstellung der technischen Analyse bei *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 221 ff.

¹⁰⁹ Überblick bei *Fama*, 46 J. Fin. 1575, 1577 et seq. (1991); siehe auch *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 130 m.w.N. in Fn. 509.

¹¹⁰ Dies gilt allerdings nicht, wenn man mit *Grossman/Stiglitz* von einer nur relativen Informationseffizienz ausgeht, vgl. dazu oben S. 124 f.

¹¹¹ Siehe z.B. *Cahart*, 52 J. Fin. 57 (1997); *Malkiel*, 50 J. Fin. 549 (1995); weitere Nachweise bei *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 132 f.

¹¹² *Elton/Gruber/Blake*, 69 J. Bus. 133 (1996); *Goetzmann/Ibbotson*, 20 (2) J. Portfol. Manage. 9 (1994); *Hendricks/Patel/Zeckhauser*, 48 J. Fin. 93 (1993).

gen die Ergebnisse von den Berechnungs- und Messmethoden ab und sind daher umstritten.¹¹³

Eine weitere empirisch überprüfbare Anwendung der mittelstarken Informationseffizienzthese, auf die später noch mehrfach zurückzukommen sein wird, ermöglichen die sog. Ereignisstudien (event studies).¹¹⁴ Die Ereignisstudie ist eine empirische Untersuchungsmethode, die die Kursreaktion auf identifizierbare Ereignisse misst. Die Kursbeeinflussung durch ein Ereignis, etwa die Veröffentlichung einer Kapitalmarktinformation über einen Emittenten, wird genau dann als erheblich bezeichnet, wenn die Kursentwicklung eines Wertpapiers aufgrund der neuen Information in statistisch signifikanter Weise von der „normalen“ (d.h. zu erwartenden) Kursentwicklung abweicht. Man spricht dann von Überrendite oder abnormaler Rendite (die auch negativ sein kann), wobei die normale Rendite definiert wird als die Gleichgewichtsrendite (erwartete Rendite), die sich ohne das Auftreten neuer Tatsachen ereignet hätte.¹¹⁵ Durch die Untersuchung der Renditen des Ereigniszeitraums lässt sich so bestimmen, ob der Kurs auf die Veröffentlichung neuer Informationen reagiert. Die Zahl der Ereignisstudien ist Legion und die Ergebnisse legen insgesamt eine grundsätzliche Geltung der Informationseffizienzthese in ihrer semistarken Form nahe: In der Regel beginnt die Einpreisung bereits wenige Momente nach

¹¹³ Vgl. *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 65.

¹¹⁴ Grundlegend zu dieser Methode *Fama/Fisher/Jensen/Roll*, 10 Int'l. Econ. Rev. 1 (1969). Einen Überblick über den Ablauf einer Ereignisstudie geben *Bhagat/Romano*, in: *Polinsky/Shavell*, Handbook of Law and Economics, Vol 2 (2007), p. 945, 947 et seq.; *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis⁶ (2003), p. 423 et seq.

¹¹⁵ Die normale Rendite wird üblicherweise mithilfe von CAPM durch die Abhängigkeit der Rendite der einzelnen Aktie von der Gesamtmarktrendite (Beta) während einer vor dem Ereigniszeitraum liegenden Schätzperiode bestimmt. Wenn also ein Emittent während der Schätzperiode ein empirisch (durch die Beobachtung der Gesamtmarktrendite und der Rendite der einzelnen Aktie) nachweisbares Beta von 1,5 aufweist und der Gesamtmarkt sich im Anschluss an das untersuchte „Ereignis“ (die Informationsveröffentlichung) um 10 % nach oben bewegt, besteht die Erwartung, dass die untersuchte Aktie um 15 % steigt. Weicht sie von dieser Erwartung ab, indem sie etwa um 10 % oder um 20 % steigt, liegt jeweils eine abnormale Rendite vor. In einem weiteren Schritt ist dann zu prüfen, ob diese Abweichung statistisch signifikant ist, also außerhalb der normalen Schwankungsbreite liegt.

Problematisch an diesem Ansatz ist, dass das CAPM seinerseits auf einheitlichen Erwartungen der Marktteilnehmer beruht, die mittels eines informationseffizienten Kapitalmarkts aggregiert werden; der Test der Informationseffizienz setzt daher die Annahme voraus, dass der Markt in der Schätzperiode semistark informationseffizient ist. Für einen Test der Markteffizienz unter Vermeidung dieses „joint hypothesis dilemma“ siehe *Hogan/Jarrow/Teo/Warachka*, 73 J. Fin. Econ. 525 (2004), die auf Grundlage eines Arbitrageansatzes zu dem (für die semistarke Form der Informationseffizienz negativen) Ergebnis kommen, dass es sich im Markt haltende Anomalien gibt, welche durch besser informierte Anleger erfolgreich ausgenutzt werden können. Dazu allgemein unten S. 130.

Veröffentlichung der Information und kann generell zwischen einer halben Stunde und drei Tagen dauern, je nach Art der Information und Bedeutung des Marktes.¹¹⁶ Neuere Studien zeigen allerdings, dass bestimmte Informationen Langzeiteffekte auslösen können, die nach der semistarken Form der Informationseffizienzhypothese eigentlich nicht auftreten dürften; dabei ist das Setting und die Interpretation dieser Studien jedoch höchst streitig.¹¹⁷

Bei Lichte betrachtet stellt der durch die Ereignisstudienmethode erbrachte Nachweis, dass die Veröffentlichung neuer Informationen zu Kursausschlägen führt, bereits eine Widerlegung der *strengen Form* der Informationseffizienzhypothese dar. Denn notwendigerweise gibt es Insider, die bereits vor der Veröffentlichung einer Information von dieser Kenntnis haben, woraus nach der starken Form der Informationseffizienz eine vollständige Einpreisung folgen müsste. Der klassische Test der starken Variante der ECMH besteht jedoch in der Untersuchung, ob es Insidern gelingt, durch Ausnutzung ihres Informationsvorsprungs abnormale Renditen zu erzielen. Dies würde der Annahme widersprechen, dass bereits alle neuen Informationen unmittelbar eingepreist sind. Der ganz überwiegende Teil der Studien zeigt, dass zumindest Mitglieder von Leitungs- und Aufsichtsorganen durch die Ausnutzung ihres Informationsvorsprungs hohe Handelserträge erzielen können.¹¹⁸

c) Schlussfolgerung

Die Voraussagen der mittelstarken Informationseffizienzhypothese treffen nach dem Stand der ökonomischen Forschung für entwickelte Kapitalmärkte wie etwa auch den deutschen Kapitalmarkt grundsätzlich zu.¹¹⁹ Auch in der neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarkttheorie ist aber anerkannt, dass man noch weit davon entfernt ist, alle tatsächlich auftretenden Kursveränderungen auf einzelne neue Informationen zurückzuführen

¹¹⁶ Zum deutschen Kapitalmarkt: Güttler, zfbf 57 (2005), 237; Muntermann/Güttler, 17 Int. Fin. Markets, Inst. and Money 1 (2007); Nowak, ZBB 2001, 449, 454 ff.; Röder, ZfB 2000, 567, 583 f. Für den DM-Anleihemarkt Steiner/Heinke, ZfB 2000, 541. Zum US-Kapitalmarkt z.B.: Chordia/Roll/Subrahmanyam, 76 J. Fin. Econ. 271 (2005); Patell/Wolfson, 13 J. Fin. Econ. 233 (1984); Woodruff/Senchack, 43 J. Fin. 467 (1988). Weitere Nachweise bei Sauer, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 132. Für einen Test der Informationseffizienz bezogen auf makroökonomische Daten siehe Pearce/Roley, 58 J. Bus. 49 (1985).

¹¹⁷ Zum Ganzen ausführlich unten S. 130 f.

¹¹⁸ Seyhun, 16 J. Fin. Econ. 189 (1986); weitere Nachweise bei Lahmann, Insiderhandel (1994), S. 148. Siehe aber auch Givoly/Palmon, 58 J. Bus. 69 (1985), die die abnormalen Renditen vor allem auf Preisanpassungen infolge des Insiderhandels zurückführen.

¹¹⁹ Sauer, ZBB 2005, 24, 26 sowie die Nachweise in Fn. 116. Siehe auch Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 360.

zu können.¹²⁰ Die Mechanismen der Verarbeitung einzelner bekannter Informationen gelten aber als sehr gut erforscht. Zweifel, die von Seiten der behavioral finance vorgebracht werden, stellen die Informationseffizienz allerdings in bestimmten Marktphasen in Frage bzw. beziehen sich auf die Annahme, dass eine Information bereits nach dem ersten Einpreisungsvorgang vollständig im Kurs verarbeitet ist.

4. Behavioral Finance

Die Einwände, welche von Seiten der behavioral finance geltend gemacht werden, fußen auf zwei Hauptargumenten:¹²¹ Zunächst wird unter Heranziehung von Forschungsergebnissen der Kognitionspsychologie versucht, nachzuweisen, dass die Einschätzungen von Anlegern nicht im Sinne einer Nullhypothese normalverteilt sind, sondern vielmehr bestimmten systematisch Einflüssen (biases) unterliegen. Auf der anderen Seite werden Einwände gegen die Annahme erhoben, dass professionelle Arbitrageure die Preise auf ihr fundamentales Niveau zurückbringen.

a) Ausgangspunkt Marktanomalien

Die Vertreter der behavioral finance bezweifeln, dass Fehleinschätzungen der noise traders¹²² unkorreliert auftreten. Ansatzpunkt sind eine Vielzahl empirischer Untersuchungen, die seit Mitte der 1980er Jahre vorgenommen wurden und auf eine Reihe von *Marktanomalien* hindeuten.¹²³ So legt eine berühmte Studie von *De Bondt/Thaler* nahe, dass der Kapitalmarkt zu Überreaktionen neigt, da diejenigen Aktien, die zu einem Zeitpunkt stark gefallen sind ("losers") in der Folgezeit regelmäßig solche Aktien übertreffen, die zuvor stark gestiegen waren ("winners").¹²⁴ Eine Untersuchung von *Bernard/Thomas* kommt zu dem Ergebnis, dass Aktienkurse noch fast ein Jahr nach Veröffentlichung von Ertragsergebnissen auf diese Nachricht

¹²⁰ Nach *Ferrell*, 28 J. Corp. L. 503, 504 et seq. (2003) kann die Kapitalmarkttheorie nur 20-30 % der tatsächlich auftretenden Kursveränderungen erklären.

¹²¹ Konziser Überblick über die Grundaussagen der behavioral finance bei *Ritter*, 11 PBFJ 429 (2003); *Shiller*, 17 (1) J. Econ. Persp. 83 (2003). Einführend aus Sicht des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts *Fleischer*, in: FS Immenga (2004), S. 575.

¹²² Der Begriff "noise trader" bzw. "noise" wurde geprägt von *Kyle*, 53 *Econometrica* 1315 (1985) und *Black*, 41 J. Fin. 529 (1986).

¹²³ Eine Übersicht gibt *Fama*, 49 J. Fin. Econ 283, 285 et seq. (1998). Einige wichtige Studien finden sich in dem Sammelband *Shefrin*, Behavioral Finance (2001), Vol. I Part III (p. 237 et seq.).

¹²⁴ *De Bondt/Thaler*, 40 J. Fin. 793 (1985).

reagieren.¹²⁵ Auch die Untersuchungen über die Langzeitperformance von IPOs¹²⁶ nähren Zweifel an der Fähigkeit des Kapitalmarkts, Unternehmen korrekt zu bepreisen. Weitere Untersuchungen fokussierten auf die Ebene einzelner Anleger und wiesen etwa nach, dass Investoren in irrationaler Weise dazu neigen, verlustbringende Aktien zu lange zu halten und gewinnbringende Aktien zu früh zu verkaufen.¹²⁷

b) *Verhaltenspsychologische Erklärungsansätze: Prospect Theory*

Hintergrund dieser Untersuchungen sind verhaltenspsychologisch inspirierte Theorien, die in der nobelpreisgekrönten “Prospect Theory” von *Kahneman/Tversky* mündeten und sich der Charakterisierung systematisch die Preisbildung verzerrender Neigungen der Anleger (sog. bias) widmen.¹²⁸ Dabei werden eine Reihe verschiedener biases unterschieden, die teilweise auf eine Selbstüberschätzung der Anleger (z.B. over-confidence; over-optimism), teilweise auf die Art und Weise der Entscheidungssituation (z.B. anchoring; representativeness) zurückzuführen sind.¹²⁹

Nach Auffassung der behavioral finance beeinflussen diese biases die Preisbildung am Kapitalmarkt. So spielen etwa nach neoklassisch-neoinstitutioneller Sichtweise die Zeitpräferenzen einzelner Investoren für die Bewertung von Aktien keine Rolle. Wenn der Markt informationseffizient ist, spiegeln die Kurse den Gegenwartswert der Geschäftsaussichten der einzelnen Emittenten korrekt wider, ohne dass es darauf ankäme, wann die Cash-Flows erwartet werden.¹³⁰ Demgegenüber implizieren Forschungsergebnisse der behavioral finance eine *Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte (myopia)*. So legen Untersuchungen nahe, dass Investoren schnelles Wachs-

¹²⁵ *Bernard/Thomas*, 27 J. Acc. Res. 1 (1989); *dies.*, 13 J. Acc. & Econ. 305 (1990). Vgl. *Battalio/Mendenhall*, 77 J. Fin. Econ 289 (2005), die argumentieren, dass insbesondere Kleinanleger für diese Kursauschläge verantwortlich seien.

¹²⁶ Siehe die Nachweise in Fn. 59 und 60.

¹²⁷ *Shefrin/Statman*, 40 J. Fin. 777 (1985). Nach einer neueren Studie von *Feng/Seasholes*, 9 Rev. Fin. 305 (2005) können Handelserfahrung und *sophistication* dazu führen, dass diese Effekte sich stark reduzieren.

¹²⁸ Grundlegend *Kahneman/Tversky*, 47 *Econometrica* 263 (1979); siehe auch *Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam*, 53 J. Fin. 1839 (1998); monographisch *Shleifer*, *Inefficient Markets* (2000), ch. 7 (p. 112 et seq.) sowie *Shiller*, *Irrational Exuberance* (2000), ch. 7 und ch. 8.

¹²⁹ Ausführliche Darstellung bei *Barberis/Thaler*, in: *Constantinides/Harris/Stulz*, *Handbook of Economics of Finance* (2003), p. 1053, 1065 et seq.; *Montier*, *Behavioral Finance* (2002), p. 1 et seq.

¹³⁰ *Ross/Westerfield/Jaffe*, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 113. Grundlage ist das sog. “separation theorem”, wonach jeder Anleger ein seinen persönlichen Präferenzen entsprechendes Portfolio dadurch erhalten kann, dass er das Marktportfolio durch Anreicherung mit risikolosen Anleihen oder durch Aufstockung mittels geliehenen Mitteln seinen Risiko- und Konsumtionsbedürfnissen anpasst, dazu bereits oben S. 121.

tum mit Profitabilität verwechseln und schnelle Kursgewinne zu unbefangenen als Anzeichen eines zukunftssträchtigen Unternehmens ansehen.¹³¹ Eine mögliche Erklärung wird in der Beobachtung gesehen, dass Investoren eine besonders starke Abneigung gegen Verluste empfinden,¹³² gepaart mit der Neigung, sich innerhalb kurzer Zeitabstände der Werthaltigkeit des eigenen Portfolios zu versichern (myopic loss aversion).¹³³

Möglicherweise liegt in diesen Theorien auch eine Erklärung für das sogenannte equity premium puzzle – den Effekt, dass Eigenkapital im Vergleich zu risikolosen Anlagen eine unerwartet hohe Rendite zu erzielen scheint¹³⁴ –: Studien der behavioral finance legen nahe, dass die Rendite nur bei einem kurzen Beobachtungszeitraum (etwa von einem Jahr) ungewöhnlich hoch ist, während sie sich bei einer Betrachtung über längere Zeiträume (etwa 20 Jahre) der Rendite risikoloser Anlagen immer stärker annähert.¹³⁵ Gleichzeitig ist Arbitrage, die darauf angelegt ist, Fehlbewertungen über lange Zeitperioden zu korrigieren, weitaus riskanter als kurzfristige Arbitrage.¹³⁶ Das impliziert, dass der Markt aufgrund einer Fixierung auf kurze Perioden nicht in der Lage ist, die tatsächlichen Ertragsaussichten von Aktien über längere Zeiträume richtig zu bepreisen.

c) Grenzen der Arbitrage

Neben den verhaltenspsychologischen Theorien beruht die behavioral finance auf einer zweiten zentralen Annahme: Sie zieht das dem neoklassisch-neoinstitutionellen Modell zugrunde liegende Prinzip der unbegrenzten Arbitrage in Zweifel. Unter dem Schlagwort "*limits to arbitrage*" werden eine Reihe von Einwänden gegen die Annahme diskutiert, dass es professionellen Marktteilnehmern möglich ist, durch Gegengeschäfte die Preise auf ihren Fundamentalwert zurückzubringen.¹³⁷ So wird beispielsweise darauf hingewiesen, dass rationale Arbitrageure (z.B. Hedgefonds) ihrerseits einem Rechtfertigungsdruck gegenüber ihren Kapitalgebern unterliegen. Wenn sich die Preise über längere Phasen von den fundamen-

¹³¹ Sahlman/Stevenson, 1 J. Bus. Vent. 7 (1985).

¹³² Grundlegend die "value function" im Rahmen der prospect theory von Kahneman/Tversky, 47 Econometrica 263, 277 et seq. (1979).

¹³³ Benartzi/Thaler, 110 Q. J. Econ. 73 (1995).

¹³⁴ Grundlegend zum equity premium puzzle Mehra/Prescott, 15 J. Mon. Econ. 145 (1985).

¹³⁵ Benartzi/Thaler, 110 Q. J. Econ. 73, 85 et seq. (1995). Vgl. auch Thaler/Tversky/Kahneman/Schwartz, 112 Q. J. Econ. 647 (1997).

¹³⁶ Shleifer/Vishny, 80 (2) AER 148 (1990). Dazu auch sogleich unter c).

¹³⁷ Shleifer/Vishny, 52 J. Fin. 35 (1997); vgl. auch De Long/Shleifer/Summers/Waldmann, 98 J. Pol. Econ. 703 (1990). Auch wichtige Verfechter der ECHM räumen ein, dass "limits to arbitrage" ein ernsthaftes Problem für die Markteffizienz darstellen kann; vgl. Gilson/Kraakman, 28 J. Corp. L. 715, 734 et seq. (2003).

talen Werten entfernen, erleiden Arbitrageure, die auf die fundamentalen Werte setzen, über lange Zeiten erhebliche Verluste, ehe sie dann bei Rückkehr der Preise zu den fundamentalen Werten den Gewinn der Arbitrage realisieren können. Da die Geldgeber der Arbitrageure aber ex ante nicht wissen können, ob deren Strategie tatsächlich von den richtigen fundamentalen Werten ausgeht und zukünftige Gewinne verspricht, setzen sich die Arbitrageure dem Risiko aus, ihrerseits aus dem Markt getrieben zu werden, indem ihre Geldgeber ihnen zu früh das Vertrauen entziehen.¹³⁸ Weitere Schwierigkeiten der Arbitrage ergeben sich aus den Imperfektionen realer Märkte im Vergleich zu modelltheoretischen Annahmen: So setzt die klassische Arbitrage ein gleichwertiges Substitut voraus, in welches der Arbitrageur investieren kann, wenn etwa der Hauptwert überteuert ist. Reale Aktienwerte erfüllen selten diese Voraussetzungen, vielmehr divergieren die Emittenten in tatsächlicher Hinsicht erheblich, so dass möglicherweise kein adäquates Substitut für eine Aktie zur Verfügung steht. Auch setzen sich spezialisierte Arbitrageure in besonders starkem Maße den Gefahren volatiler Märkte aus, da sie eine Handelsstrategie verfolgen, die gerade nicht auf Diversifikation, sondern auf Investition großer Summen in wenige Werte setzt.¹³⁹

Außerdem wird in Frage gestellt, dass informierte Marktteilnehmer überhaupt dazu neigen, mittels Arbitrage die Märkte wieder zu den fundamentalen Werten zurück zu bringen. Vielmehr gibt es Anhaltspunkte, dass sie Blasenbildungen und ähnliches bewusst fördern, um selbst an den Überbewertungen zu verdienen und dann rechtzeitig auszusteigen, ehe die Märkte rapide fallen.¹⁴⁰

d) Einwände und Verwertbarkeit der Erkenntnisse

Dass es irrationale Investoren gibt, leugnet auch die neoklassisch-neoinstitutionelle Kapitalmarkttheorie nicht. Sie geht allerdings davon aus, dass es gleichermaßen zu Über- und Unterbewertungen kommt, so dass der Markt insgesamt im Gleichgewicht bleibt.¹⁴¹ Darüber hinaus beruht die neoklassisch-neoinstitutionelle Sichtweise auf der Annahme, dass irrationale Anleger systematisch Verluste erleiden werden, weil rational handelnde besser informierte Anleger die Preise auf ein faires Niveau zurückbringen und zu-

¹³⁸ *Shleifer*, Inefficient Markets (2000), pp. 90-96.

¹³⁹ Zum Ganzen *Shleifer*, Inefficient Markets (2000), p. 97 et seq.

¹⁴⁰ *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 378 f. Vgl. auch *Brunnermeier/Nagel*, 59 J. Fin. 2013 (2004) zu Hedgefonds und der „Technologie Blase“.

¹⁴¹ *Fama*, 49 J. Fin. Econ. 283 (1998), der auch methodische Einwände gegen die behavioral finance erhebt.

gleich risikolos Gewinne durch die Ausnutzung der fehlgeleiteten Handelsstrategien der noise traders machen können.¹⁴²

Teilweise wird von den Vertretern des herkömmlichen Kapitalmarktmodells und ihnen folgenden Rechtswissenschaftlern vorgebracht, die Einsichten der behavioral finance seien solange nicht beachtlich, wie es ihren Verfechtern nicht gelänge, das in sich geschlossene Theoriegebäude der Neoklassik mit seinen Weiterungen durch die Neue Institutionenökonomik durch eine andere vollständige Theorie zu ersetzen.¹⁴³ Diese Argumentation ist freilich angreifbar¹⁴⁴ und entspricht nicht dem Stand wissenschaftlicher Methodik, wonach es für die Falsifikation einer Theorie hinreichend ist, dass die aus der Theorie abgeleiteten Prognosen empirisch widerlegt sind.¹⁴⁵ Die behavioral finance erbringt den Nachweis, dass Über- und Untertreibungen – jedenfalls in bestimmten Marktphasen – eben nicht wahllos im Sinne einer Nullhypothese, sondern vielmehr korreliert auftreten.¹⁴⁶ Es ist daher Vorsicht dabei geboten, die Kapitalmarktinformationseffizienz als eine naturwissenschaftliche Beschreibung dessen anzusehen, was auf realen Kapitalmärkten tatsächlich passiert. Vielmehr haben die Ergebnisse der behavioral finance inzwischen eine Dichte erreicht, dass sie bei einer Untersuchung wie der vorliegenden nicht mehr einfach ausgeklammert werden können. Sie stellen einen ernstzunehmenden Erklärungsansatz dar, der helfen kann, das Verhalten der Marktteilnehmer in manchen Marktphasen zu verstehen. Auf dieser Grundlage können und müssen dann aber auch (vorsichtige) rechtliche Folgerungen gezogen werden.

5. Bedeutung des Sekundärmarkts für die Emittenten

In einem nächsten Schritt soll nun untersucht werden, welche Funktionen der Sekundärmarkt für die Emittenten ausfüllt und wie sich Funktion oder Fehlfunktion des Sekundärmarkts gemäß den soeben skizzierten Theorien auf die Situation des Emittenten auswirkt. Wie bereits dargestellt, tritt der Emittent am Sekundärmarkt regelmäßig nicht selbst als Marktteilnehmer

¹⁴² Siehe den Haupttext bei und die Nachweise in Fn. 103.

¹⁴³ *Fischel*, 74 *Cornell L. Rev.* 907, 915 (1989): "It takes a theory to beat a theory and thus far none exists". Ähnlich *Fama*, 49 *J. Fin. Econ.* 283, 291 (1998). Unter Berufung darauf etwa *Birke*, *Formalziel der Aktiengesellschaft* (2005), S. 81 f.; *Sauer*, *Falschinformation des Sekundärmarktes* (2004), S. 176.

¹⁴⁴ Siehe nur *Langevoort*, 140 *U. Pa. L. Rev.* 851, 913 n. 214 (1992), der sich an "an intellectual version of the child's game 'king of the hill'" erinnert fühlt.

¹⁴⁵ Grundlegend *Popper*, *Logik der Forschung*³ (1969), S. 8: „Fällt eine Entscheidung negativ aus, werden Folgerungen *falsifiziert*, so trifft ihre Falsifikation auch das System, aus dem sie deduziert wurden“.

¹⁴⁶ Grundlegend das "model of investor sentiment" von *Barberis/Shleifer/Vishny*, 49 *J. Fin. Econ.* 307 (1998). Monographisch nunmehr *Shefrin*, *A Behavioral Approach to Asset Pricing* (2005).

auf.¹⁴⁷ Eine Ausnahme ist etwa der Erwerb eigener Aktien gemäß §§ 71 ff. AktG. Darin erschöpft sich aber die Bedeutung des Sekundärmarkts für die Emittenten keinesfalls.

a) Rückwirkungen auf den Primärmarkt

So wird in der juristischen Literatur hervorgehoben, dass die Preise auf den Sekundärmärkten die Möglichkeit und Kosten erneuter Kapitalaufnahme an den Primärmärkten bestimmen.¹⁴⁸ Dies ist insoweit richtig, als die Kurse an einem funktionierenden Sekundärmarkt darüber Aufschluss geben können, wie der Markt den Wert der derzeitigen Zukunftsaussichten des Emittenten einschätzt. Insofern können Aktienkurse auf informationseffizienten Sekundärmärkten, die auch zugleich den fairen Unternehmenswert richtig widerspiegeln (also „fundamentaleffizient“ sind), der Unternehmensleitung wichtige Hinweise zur Wettbewerbsfähigkeit eines Emittenten auf den Kapitalmärkten geben. Häufig dienen Kapitalaufnahmen aber dem Zweck, neue Investitionsprojekte zu finanzieren. Der auf einem alloktionseffizienten Primärmarkt erzielbare Ausgabepreis wird dann sowohl durch den bisherigen Geschäftsbetrieb und die dadurch zu erwartenden Erträge als auch durch die Ertragserwartungen der neuen Investition determiniert, so dass mit Hilfe des Sekundärmarktkurses nur ein Teil des zu erwartenden Emissionserlöses prognostiziert werden kann. Wenn ein Unternehmen dagegen neues Eigenkapital in größerem Umfang aufnehmen wollte, ohne zugleich neue Investitionen anzustreben, wird der Kapitalmarkt hierin regelmäßig das Signal sehen, dass das Management die eigenen Aktien für überbewertet hält, was anders gewendet bedeutet, dass das bisherige Eigenkapital nicht ausreicht, um die vom Markt antizipierten Erträge zu erwirtschaften. Daher wird eine solche Ankündigung höchstwahrscheinlich eine Abwertung sowohl am Sekundär- als auch am Primärmarkt nach sich ziehen, weil zu erwarten steht, dass die pro Aktie zu erwartende Rendite durch die Aufnahme der neuen Aktionäre proportional sinkt.¹⁴⁹ Es kann also nicht davon ausgegangen werden, dass der bisherige Aktienkurs auch der Preis ist, den Anleger bereit sind, am Primärmarkt für neue Aktien des Emittenten zu bezahlen.

b) Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen des Emittenten

Neben den möglichen Rückwirkungen auf den Primärmarkt kommt dem Sekundärmarkt aber auch deshalb Bedeutung zu, weil er der Unterneh-

¹⁴⁷ Siehe oben S. 110.

¹⁴⁸ So etwa *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 53; *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht⁶ (2006), S. 469.

¹⁴⁹ So die pecking-order-Theorie; dazu ausführlich oben S. 115 f.

mensleitung ein wichtiges *Entscheidungskriterium* für Investitionen an die Hand gibt.¹⁵⁰ Eine weithin akzeptierte Grundregel für Investitionsentscheidungen lautet, solche Vorhaben zu realisieren, die einen positiven Kapitalwert aufweisen, d.h. deren erwartete Erträge abgezinst auf den Gegenwartswert oberhalb des aufzuwendenden Kapitals liegen bzw. deren erwartete Verzinsung oberhalb derjenigen Verzinsung liegt, die erwartet werden kann, wenn man das Kapital in ein anderes Projekt mit gleichem Risiko investieren würde.¹⁵¹ Entscheidend für die Bewertung einer Investition ist der interne Kalkulationszinsfuß, mit dem die erwarteten Erträge auf den Gegenwartswert diskontiert werden bzw. der bei einer anderweitigen Investition gleicher Risikoklasse erreicht werden könnte (Kapitalkosten¹⁵²). Dies gilt aber nicht nur für die Unternehmensleitung, sondern gerade auch aus Sicht eines Anlegers lohnt sich die Investition in Aktien eines Unternehmens nur, wenn sie eine Rendite erwarten lassen, die mindestens so hoch ist wie die Rendite alternativer Anlagen gleichen Risikos. Der Kalkulationszinsfuß erfüllt daher eine dreifache Funktion: (1) Er ist die Rendite, die die Aktionäre als Verzinsung ihrer Kapitalanlage erwarten, weil sie diese bei einer alternativen Mittelverwendung erzielen könnten; (2) er ist die Mindestverzinsung, die eine eigenfinanzierte Investition mindestens erbringen muss, wenn sie im Interesse der Aktionäre liegen soll; (3) er ist der Diskontierungssatz des Kapitalmarkts, d.h. derjenige Zinssatz, mit dem die aktuellen und potentiellen Aktionäre die Vorteile diskontieren, die mit dem Besitz einer Aktie des Emittenten verbunden sind.¹⁵³

Sowohl für die Unternehmensleitung, die vor einer Investitionsentscheidung steht und sich fragt, mit welchem internen Zinssatz sie zu kalkulieren hat als auch für den Kapitalmarkt, der sich fragt, ob eine geplante Investition einen positiven Kapitalwert aufweist und daher zu einer Steigerung des Anteilswertes führen sollte, ist es essentiell, den internen Kalkulationszinsfuß richtig zu bestimmen. In der realen Welt mit Unsicherheit kann – als eine unter vielen Methoden – das *CAPM* dazu benutzt werden, den *Zinssatz zu schätzen*. Wie gesehen ermöglicht das *CAPM*, das Risiko eines einzelnen Wertpapiers durch seine Korrelation mit dem Risiko des Gesamtmarkts zu bestimmen.¹⁵⁴ „Beta“ stellt eine Messung des risikoabhängigen Alternativertragsatzes aller Aktionäre dar, d.h. der risikomäßig ver-

¹⁵⁰ Zum Zusammenhang zwischen Investition und Finanzierung bereits oben S. 107.

¹⁵¹ Für eine anschauliche Darstellung siehe *Brealey/Myers/Allen*, *Corporate Finance*⁸ (2006), p. 16 et seq. Siehe auch *Neus*, Einführung in die BWL³ (2003), S. 286 ff.; *Ross/Westerfield/Jaffe*, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 60 et seq. Vertiefend *Franke/Hax*, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁵ (2004), S. 166 ff.

¹⁵² Siehe bereits oben S. 115.

¹⁵³ *Schmidt/Terberger*, *Investitions- und Finanzierungstheorie*⁴ (1997), S. 199.

¹⁵⁴ Siehe oben S. 122 f. Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten mittels des *CAPM* siehe *Drukarczyk*, *Unternehmensbewertung*⁴ (2003), S. 363 ff.

gleichbaren Rendite, die Aktionäre eines Emittenten alternativ erreichen können und die sie deshalb als Mindestrendite einer Investition fordern. Durch die Einführung von CAPM in die Investitionsrechnung des Unternehmens wird auch deutlich, welche Art von Risiko eines Investitionsprojekts bewertungsrelevant ist: Entscheidend ist nur dasjenige (systematische) Risiko, das eingebettet in ein voll diversifiziertes Portfolio nicht beseitigt werden kann.¹⁵⁵

Die *Entscheidungsregel* nach dem CAPM lautet: Realisiere diejenigen Investitionen, für die eine Rendite oberhalb der CAPM-Gleichgewichtsrendite erwartet wird. Stellen sich mehrere vorteilhafte Möglichkeiten zur Auswahl, die sich gegenseitig ausschließen, wähle diejenige, die den größten Abstand zur Gleichgewichtsrendite aufweist.¹⁵⁶ Bei Zugrundelegung dieser Regel sind einerseits solche Investitionen positiv zu bewerten, die höhere Erträge erwirtschaften als es die Projekte des Unternehmens bisher getan haben,¹⁵⁷ sofern das systematische Risiko der Investition nicht oberhalb des Betas des Unternehmens liegt; andererseits solche Investitionen, die zwar geringere Erträge erwarten lassen, dies aber zu einem systematischen Risiko, das um so viel geringer als das bisherige systematische Risiko ist, dass der Minderertrag mehr als aufgewogen wird.

Die Schätzung der Kapitalkosten mittels CAPM ist allerdings mit großer Vorsicht zu genießen, da ihr viele modelltheoretische Annahmen zugrunde liegen, die in der Realität kaum je vorliegen werden.¹⁵⁸ Auch ist es

¹⁵⁵ *Drukarczyk*, Theorie und Politik der Finanzierung² (1993), S. 261; *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 111.

¹⁵⁶ Vgl. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 356.

¹⁵⁷ Nicht immer ist das Beta des Unternehmens für die Investitionsentscheidung relevant, wenn das infrage stehende Projekt eine gänzlich andere Risikostruktur aufweist als das bisherige Betätigungsfeld des Unternehmens ist es erforderlich, das Beta des jeweiligen Projekts zu messen, so dass innerhalb ein und desselben Unternehmens verschiedene Betas zur Anwendung kommen, je nachdem um welche Kategorie von Investitionsprojekt es sich handelt; siehe *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), p. 215 et seq.; *Van Horne/Wachowicz*, Financial Management¹² (2005), p. 389 et seq. Vertiefend, auch im Zusammenhang mit der Corporate Governance-Struktur des jeweiligen Unternehmens, *Mayer/Pfeiffer/Schneider*, DBW 65 (2005), 7.

¹⁵⁸ Ein großes Problem der Anwendung von CAPM besteht etwa darin, dass dieses Modell eine einperiodische Betrachtung zugrunde legt, in der realitätsnahen Anwendung aber häufig mehrere Perioden berücksichtigen müssen. Dazu etwa *Drukarczyk*, Theorie und Politik der Finanzierung² (1993), S. 280 ff.; *Schmidt/Terberger*, Investitions- und Finanzierungstheorie⁴ (1997), S. 368 f. Zu weiteren Problemen bei der Anwendung von CAPM auf Finanzierungsentscheidungen siehe z.B. *Drukarczyk*, Theorie und Politik der Finanzierung² (1993), S. 263 ff.; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 357; *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 111 f.

enorm schwierig, Beta empirisch korrekt zu bestimmen.¹⁵⁹ Dennoch bietet die Methode der Unternehmensleitung einen Näherungswert, von dem insbesondere amerikanische Großunternehmen in der Praxis bei ihren Investitionsentscheidungen regelmäßig Gebrauch machen.¹⁶⁰

Die Verbindung zwischen Investition und Finanzierung durch das Konzept der Kapitalkosten, die als Maßstab an Investitionsentscheidungen angelegt und mittels des CAPM gemessen werden, begründet einen Zusammenhang zwischen dem Sekundärmarkt und der *Kapitalallokation innerhalb des Unternehmens*. Wenn ein Kapitalmarktsegment über längere Zeit erheblich von den fundamentalen Werten abweicht, stellt dies das CAPM als Entscheidungskriterium für Investitionen in Frage. Es besteht die Gefahr, dass die unter Heranziehung eines solchen Betas getroffenen Entscheidungen tatsächlich nicht im Sinne der Aktionäre sind. Es wäre allerdings voreilig, aus diesem Zusammenhang zu schließen, dass *einzelne Fehlinformationen* des Kapitalmarkts geeignet wären, die Grundlage zur Beurteilung von Investitionsentscheidungen zu beeinflussen. Beta muss als Korrelationseffizient zwischen allgemeiner Marktrendite und Rendite einzelner Aktien über einen langen Beobachtungszeitraum durch Vergleich der Renditen empirisch bestimmt werden. Einzelne Fehlinformationen führen aber nur zu einer abnormalen Rendite¹⁶¹ und sind in der Regel nicht geeignet, die Korrelation zwischen Markt und Einzelwert als solche zu berühren.

c) Ineffiziente Kapitalmärkte und Investitionsverhalten der Emittenten

Die bisherigen Überlegungen zur Bedeutung des Sekundärmarktes für Emittenten basierten auf der Annahme (semi-)informationseffizienter Märkte. Nur wenn der Markt informations- oder sogar fundamenteffizient ist, kann er helfen, die Bedingungen künftiger Kapitalaufnahmen am Primärmarkt einzuschätzen. Auch die Anwendung von CAPM beruht wesentlich darauf, dass der Marktpreis die Erwartungen der Anleger korrekt zu einem informationseffizienten Gleichgewichtskurs aggregiert.

¹⁵⁹ Siehe die Darstellung bei *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*⁶ (2003), p. 139 et seq.; *Ross/Westerfield/Jaffe*, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 321 et seq.; *Van Horne/Wachowicz*, *Financial Management*¹² (2005), p. 391. Besondere Schwierigkeiten bereitet es, das systematische Risiko einer Realinvestition korrekt zu bestimmen. Für Lösungsmöglichkeiten siehe *Brealey/Myers/Allen*, *Corporate Finance*⁸ (2006), p. 222 et seq.

¹⁶⁰ Vgl. z.B. die empirische Erhebung von *Graham/Harvey*, 60 J. Fin. Econ. 187 (2001).

¹⁶¹ Siehe bereits oben bei der Darstellung der Ereignisstudienmethode S. 128. Marktmanipulierende Informationen schädigen aber auch die Markteffizienz als solche, siehe *Aggarwal/Wu*, 79 J. Bus. 1915 (2006).

Wenn der Sekundärmarkt dagegen die von der behavioral finance beschriebenen *Anomalien* aufweist, die die Fundamental- oder sogar semi-starke Informationseffizienz in Frage stellen, kann dies zu erheblichen Konsequenzen für das Finanzierungs- und Investitionsverhalten der Emittenten führen. Im Zusammenhang mit dem Primärmarkt wurden bereits eine Reihe dieser Gefahren dargestellt.¹⁶² So kann die Unterbewertung einer Aktie zu einem unteroptimalen Investitionsverhalten führen, die Überbewertung dagegen zu einer Überinvestition in Projekte, die kurzfristig hohe Gewinne erwarten lassen, aber nicht im langfristigen Interesse des Unternehmens liegen. Weniger wahrscheinlich ist allerdings eine Beeinträchtigung des Investitionsverhaltens durch falsche Beta-Werte, da die beschriebenen Marktanomalien ihrer Eigenart nach den Gesamtmarkt erfassen und somit die Korrelation einzelner Aktien mit dem Gesamtmarkt nicht in dem Sinne beeinträchtigen wie es etwa bei der Abweichung des tatsächlichen Kurses von dem fundamental gerechtfertigten Werten der Fall ist.

Dafür können aber eventuelle Marktanomalien andere Bereiche der Investitionstätigkeit beeinflussen. So hat insbesondere das Phänomen einer möglichen *Kurzsichtigkeit* des Kapitalmarkts Auswirkungen auf *Investitionsentscheidungen von Unternehmen*. Dies gilt unabhängig davon, ob der Markt tatsächlich zu kurzfristig ausgerichtet ist. Hintergrund ist die Tatsache, dass viele („weiche“) Investitionen für außen stehende Anleger schwer sichtbar und zu bewerten sind.¹⁶³ Da rationale Investoren aber auf Grundlage der veröffentlichten Zahlen die Aussichten des Unternehmens bewerten müssen, entsteht ein Anreiz für das Management, kurzfristig die Gewinne aufzublähen,¹⁶⁴ um nicht vom Kapitalmarkt für nicht sichtbare weiche, aber positive Investitionen abgestraft zu werden. Ein solches Verhalten kann wiederum von rationalen Anlegern antizipiert werden und wird deshalb in jedem Fall negativ in die Bewertung der gemeldeten Zahlen einfließen. Dadurch entsteht aber – ähnlich wie beim Gefangenendilemma – erst recht ein Anreiz zur kurzfristigen Optimierung des Kurses.¹⁶⁵

Entgegen der ersten Intuition, dass Sekundärmärkte für die an ihnen nicht teilnehmenden Emittenten keine Bedeutung haben, hat sich gezeigt, dass es vielfältige Wechselwirkungen zwischen den Kursen am Sekundärmarkt und dem Investitions- und Finanzierungsverhalten der Emittenten gibt.¹⁶⁶

¹⁶² Oben S. 116 ff.

¹⁶³ Beispiele bei *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 389 f.

¹⁶⁴ Dazu und zu anderen “beautification techniques” siehe *Hill*, 22 Del. J. Corp. L. 141, 161 et seq. (1997).

¹⁶⁵ Zum Ganzen *Stein*, 104 Q. J. Econ. 655 (1989).

¹⁶⁶ Implikationen funktionierender Sekundärmärkte für die Corporate Governance des Emittenten werden unten auf S. 157 ff. diskutiert.

6. Schäden bei Falschinformation des Sekundärmarkts

Neben der Rezeption der Informationseffizienzhypothese liegt ein weiterer Schwerpunkt der rechtlichen Analyse kapitalmarkttheoretischer Modelle auf der Frage, welche volkswirtschaftlich relevanten Schäden durch die Fehlinformation des Sekundärmarkts verursacht werden.

a) Zusammenhang zwischen Fehlinformationen und Handeln der Anleger

Wenn der Emittent eine falsche Information veröffentlicht, die eine veränderte Einschätzung des Unternehmens impliziert, führt dies auf semiinformationseffizienten Kapitalmärkten dazu, dass sich ein veränderter Gleichgewichtskurs bildet und *Kaufverträge über das betreffende Wertpapier zu anderen Preisen* abgeschlossen werden als es bei ordnungsgemäßer Information der Fall gewesen wäre. Sofern der Markt nicht erkennt, dass eine Information falsch ist, bepreist er das Wertpapier so, wie es seinen Ertragsaussichten unter Zugrundelegung der neuen Information entspricht. Selbst wenn es die von der behavioral finance beschriebenen Marktanomalien geben sollte, ändert dies nichts daran, dass es sich um Fehlinterpretationen der *vorhandenen Informationen* handelt.¹⁶⁷ Wenn also eine falsche Information an den Markt gelangt, die nicht als unwichtig anzusehen ist, wird sie in jedem Fall berücksichtigt, wenn auch möglicherweise falsch rezipiert.

b) Divergenz von Anlegerschäden und sozialen Schäden

Der individuelle Schaden, den ein Anleger erleidet, der in einem durch fehlerhafte Informationen verzerrten Markt handelt, besteht in der Differenz zwischen dem tatsächlichen Preis und dem fairen Preis, der sich bei korrektem Informationsverhalten gebildet hätte.¹⁶⁸ Anders als bei der Emission von Wertpapieren aufgrund eines fehlerhaften Prospekts, fließt der Gewinn aus der Falschinformation am Sekundärmarkt aber nicht dem Emittenten zu,¹⁶⁹ sondern verbleibt im Markt. Jedem Anleger, der ein Finanzinstrument zu teuer ge- oder zu billig verkauft hat, steht ein anderer

¹⁶⁷ Bemerkenswert LG München I, NZG 2005, 523, 524, wonach es für die zivilrechtliche Haftung unerheblich sei, ob ein vorsätzlich manipulierter Kurs unter den besonderen Gegebenheiten des „Neuen Marktes“ noch als „realistisch“ gelten durfte.

¹⁶⁸ Ausführlich dazu unten S. 504 ff.

¹⁶⁹ Das bedeutet jedoch nicht, dass auf dem Primärmarkt der allokativer Schaden und der Vermögensschaden gleichlaufend wären. Je nach Messung des Allokationsschadens kommt es auch hier zu einem erheblichen Auseinanderfallen der beiden Größen. Siehe etwa das Modell von *Schönenberger*, *Ökonomische Analyse* (2000), S. 107 ff., das allokativer Schäden als Differenz im Sozialprodukt misst.

Anleger gegenüber, der reziprok einen entsprechenden Gewinn macht.¹⁷⁰ Gesamtwirtschaftlich gesehen handelt es sich somit lediglich um einen *Umverteilungsschaden*.¹⁷¹

c) *Fehlender Schaden auch auf Ebene des einzelnen Anlegers?*

Weiter wird argumentiert, auch auf der Ebene des einzelnen Anlegers erleide ein rational handelnder Anleger bei einer Gesamtbetrachtung keinen Vermögensnachteil. Denn das Risiko, bei einer Sekundärmarkttransaktion Opfer einer Fehlinformation zu werden, sei ein unsystematisches Risiko, das sich durch ausreichende Diversifikation eliminieren lasse.¹⁷² Wenn ein Anleger nur genügend viele verschiedene Finanzinstrumente handelt, sind seine Chancen, aufgrund von Fehlinformationen Gewinne oder Verluste zu machen, gleich groß. Auf die Dauer wird er weder einen relevanten Vermögensvorteil erzielen können, noch einen dauerhaften Schaden erleiden.¹⁷³ Somit entfielen bei rational handelnden Anlegern nicht nur der volkswirtschaftliche, sondern (zumindest bei mehrperiodischer Betrachtungsweise) auch der individuelle Schaden.

Es handelt sich letztlich um ein "cheapest cost avoider"-Argument: Der Anleger kann sich gegen Schäden am Sekundärmarkt versichern, indem er sich diversifiziert, ohne dass dadurch zusätzliche Kosten entstünden.¹⁷⁴ Haftet der Emittent, führt das zu einem Geldabfluss und gegebenenfalls (sofern der betreffende Anleger sich diversifiziert und über mehrere Perioden am Kapitalmarkt teilnimmt) zu einer Überkompensation. Mit dieser Argumentation wird teilweise die Notwendigkeit eines Schadensersatzes für Sekundärmarktschäden geleugnet¹⁷⁵ bzw. für substantielle Beschrän-

¹⁷⁰ *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 339 f. Dies gilt freilich nur, wenn der zu teuer verkaufende Anleger nicht seinerseits bereits zu teuer gekauft hatte bzw. der zu billig kaufende Anleger nicht auch später zu billig weiterverkauft. Der Einwand von *Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger*, WM 2004, 1845 f., es seien Konstellationen denkbar, in denen es zu einer Veränderung der Schadenshöhe kommen könne, überzeugt nicht. Dazu ausführlich unten S. 361.

¹⁷¹ Grundlegend *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 639 (1985); *dies.*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 339; siehe auch *Alexander*, 48 Stan. L. Rev. 1487, 1496 (1996); *Dünn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 253; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 98, F 105 f.; *Pritchard*, 85 Va. L. Rev. 925, 939 (1999); *Schäfer*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 161, 167; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 254.

¹⁷² Dazu bereits oben S. 122.

¹⁷³ *Langevoort*, 38 Ariz. L. Rev. 639, 646 (1996); *Mülbert*, JZ 2002, 826, 834.

¹⁷⁴ Zur rechtlichen Relevanz der Versicherbarkeit des Opfers für die Haftung siehe v. *Bar*, AcP 181 (1981), 289, 327.

¹⁷⁵ *Pritchard*, 85 Va. L. Rev. 925, 945 et seq. (1999).

kungen – etwa durch erhöhte Anforderungen an das Verschulden – plädiert.¹⁷⁶

d) *Einwände: Schädlichkeit von Fehlinformation für Anleger und Markt*

Gegen den soeben skizzierten Ansatz werden eine Reihe von Einwänden erhoben. So wird vorgebracht, dass ein fehlerhaftes Informationsverhalten gesamtwirtschaftliche Folgekosten nach sich ziehe, die in der obigen Betrachtung nicht berücksichtigt werden. Als solche “social costs” werden insbesondere diskutiert:¹⁷⁷ (1) (Unternehmens-)Ressourcen, welche die Manager zur Verdeckung der Fehlinformation aufwenden; (2) die Kosten, welche Investoren zusätzlich zur Suche und Verifikation von Informationen aufwenden, wenn sie davon ausgehen müssen, fehlinformiert zu werden¹⁷⁸ und damit korrespondierend erhöhte Signaling-Kosten derjenigen Emittenten, die sich glaubhaft von den „Schwarzen Schafen“ absetzen wollen;¹⁷⁹ (3) Kosten, die durch die im Falle häufiger Fehlinformation zu erwartende erhöhte Volatilität des Kapitalmarkts für risikoaverse Anleger entstehen, also etwa die erhöhte Wahrscheinlichkeit, das Wertpapier nicht jederzeit zu einem fairen Preis verkaufen zu können und daher entweder mit Verlust zu verkaufen oder zu halten und anderweitige Investitionen aufgeben zu müssen. Daneben entstehen auch erhebliche soziale Schäden, indem Fehlinformationen einen Anreiz zu ineffizientem Investitionsverhalten geben.¹⁸⁰

Neben diesen nicht erfassten Kosten ergeben sich auch gegen das Modell der Wegdiversifikation von Sekundärmarktschäden als solches eine Reihe von Einwänden. Mittel der Diversifikation zur Vermeidung von Schäden durch Fehlinformation ist nicht mehr das Halten verschiedener Wertpapiere, sondern das *Tätigen von Transaktionen*. Denn sowohl ein Schaden als auch ein korrespondierender windfall profit entsteht erst durch den Handel mit Wertpapieren. Dadurch können solche Anleger, die nur wenige Transaktionen tätigen oder eine passive Anlagestrategie verfolgen, ihr Risiko nur wenig senken und werden somit systematisch benachteiligt.¹⁸¹ Dem kann man nicht entgegenhalten, dass dies durchaus sinnvoll und wünschenswert sei, da so Anreize zur vermehrten Diversifikation auch

¹⁷⁶ *Easterbrook/Fischel*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 343-344; *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 343. Dazu unten S. 464 ff.

¹⁷⁷ Siehe z.B. *Posner*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 159, 170 (1986).

¹⁷⁸ Anschaulich *Easterbrook/Fischel*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 321.

¹⁷⁹ Zu letzterem etwa *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 100.

¹⁸⁰ *Bar-Gill/Bechuk*, Misreporting Corporate Performance, Working Paper (2002), p. 22 et seq. Siehe auch im Zusammenhang mit Kapitalmarktineffizienzen oben S. 138 f.

¹⁸¹ Ähnlich *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 256.

bei Kleinanlagen gesetzt würden.¹⁸² Denn wünschenswert und sinnvoll ist zunächst einmal ein diversifiziertes Portfolio an Wertpapieren.¹⁸³ Ein solches lässt sich aber auch durch sehr wenige Käufe und eine langfristige Haltestrategie realisieren, während auf der anderen Seite häufige Transaktionen keineswegs stets zu einer breiten Diversifikation führen, wohl aber notwendiger Bestandteil vieler auf Nicht-Diversifikation basierenden Strategien sind. Nach der neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarkttheorie ist es sogar unsinnig, häufig transaktionskostenintensiv sein Wertpapierdepot umzuschichten, wenn nicht im Einzelfall neu anzulegendes Geld, Konsumtionsbedürfnisse oder veränderte Risikopräferenzen Anlass dazu geben. Denn wenn es so ist, dass auf semiinformationseffizienten Kapitalmärkten die Kurse die Erfolgsaussichten der Emittenten korrekt widerspiegeln, lässt sich durch den Wechsel der Anlagen kein Gewinn erzielen.¹⁸⁴

Ein weiterer Einwand geht dahin, dass auch die Diversifikation durch viele Transaktionen nicht geeignet ist, einen vollständigen Ausgleich auf Ebene des einzelnen Anlegers zu erreichen. Denn sofern *Insider* im Markt sind, gibt es eine Gruppe von Anlegern, denen es systematisch gelingt, zu den Gewinnern des Handels aufgrund falscher Preise zu gehören.¹⁸⁵ Dann handelt es sich nicht mehr um eine Umverteilung zwischen „unschuldigen Anlegern“,¹⁸⁶ sondern um das gezielte Ausnutzen eines Informationsvorsprungs zulasten der uninformierten Marktteilnehmer. Dies führt dazu, dass die erwartete Chance, zu den Opfern oder Nutznießern einer Fehlinformation zu gehören, für die uninformierten Anleger nicht mehr 50:50 beträgt, sondern die Wahrscheinlichkeit eines Verlusts ex ante >50 % ist. Auch bei mehrperiodischer Betrachtung besteht also nicht die Erwartung, keinen Schaden zu erleiden.¹⁸⁷

V. Kapitalmarkt und Unternehmenskontrolle

Die bisherige Darstellung fokussierte auf den Kapitalmarkt, seine Funktionsweise und daraus resultierende Folgen für die Unternehmensfinanzierung auf der einen und Anleger auf der anderen Seite. Nunmehr soll der Blick weg von der Corporate Finance auf die Corporate Governance der Emittenten gerichtet werden. Denn neben der Funktion der Unternehmensfinanzierung, die in vielerlei Hinsicht auch durch Banken substituiert wer-

¹⁸² So aber *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 344.

¹⁸³ Siehe oben S. 121 f.

¹⁸⁴ *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), p. 350: “trust market prices”.

¹⁸⁵ Zur Profitabilität des Insiderhandels siehe die Nachweise in Fn. 118.

¹⁸⁶ *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 339.

¹⁸⁷ *Bergmans*, Inside Information and Securities Trading (1991), p. 118.

den könnte,¹⁸⁸ kommt dem Kapitalmarkt auch eine Bedeutung für die Unternehmensüberwachung zu.

1. *Separation of Ownership and Control*

Ausgangspunkt ist die Feststellung, dass die Existenz von Märkten für Eigenkapital zugleich den Grundkonflikt der Corporate Governance, das Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle (*separation of ownership and control*),¹⁸⁹ evoziert. Bei einem Unternehmen, das seine Aktien auf öffentlichen Märkten verkauft, kommt es stets zu einer Trennung zwischen Unternehmensleitern und Anteilseignern. In der Ökonomie wird dieses Verhältnis als *Principal-Agent-Konflikt* modelliert:¹⁹⁰ Diejenigen, die das Risiko der Unternehmung tragen (principals oder auch residual claimants), sind nicht diejenigen, die auch die Entscheidungen treffen (agents).¹⁹¹ Die Grundgefahr jeder Principal-Agent-Beziehung ist, dass der Agent nicht im Interesse des Principals, sondern vielmehr in seinem eigenen Interesse handelt.¹⁹² Eine einfache Lösung läge darin, den Agent vertraglich zu verpflichten, bestimmte Handlungen vorzunehmen und andere zu unterlassen. Einer expliziten vertraglichen Regelung sind jedoch enge Grenzen gesetzt, denn sie erfordert, dass jegliche Handlungsalternative im Voraus bedacht werden muss. Jeder Vertrag über einen komplexen Gegenstand zeichnet sich aber dadurch aus, dass so viele verschiedene Situationen auftreten können, dass es nicht mehr möglich, zumindest aber nicht mehr wirtschaftlich ist, für jede Eventualität eine explizite Regelung vorzusehen (Theorie unvollständiger Verträge).¹⁹³ Statt also dem Agenten für jede mögliche Situation ein bestimmtes Verhalten vorzuschreiben, räumt ihm der Principal ein Ermessen ein und erhält im Gegenzug dafür bestimmte Kontrollrechte.¹⁹⁴ An dieser Stelle liegt der Übergang zur Corporate Governance.

¹⁸⁸ Hellwig, in: Hopt/Wymeersch/Kanda/Baum, Corporate Governance in Context (2005), p. 379, 384.

¹⁸⁹ Dazu grundlegend das bahnbrechende Buch von Berle/Means, The Modern Corporation and Private Property (1932), p. 69 und passim. Siehe auch schon Smith, Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (1776), Book 5, Ch 1.3.1.2.

¹⁹⁰ Jensen/Meckling, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

¹⁹¹ Fama/Jensen, 26 J. L. & Econ. 301 (1983).

¹⁹² Arrow, in: Pratt/Zeckhauser, Principals and Agents (1985), p. 37, 38 et seq.; Hansmann/Kraakman, in: Kraakman et al., Anatomy of Corporate Law (2004), p. 21; Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik³ (2003), S. 174.

¹⁹³ Überblick bei Tirole, 67 Econometrica 741 (1999).

¹⁹⁴ Grossman/Hart, 94 J. Pol. Econ. 691 (1986).

2. Corporate Governance

Als Corporate Governance bezeichnet man die innere Organisation und Machtstruktur im Unternehmen, die Arbeitsweise der Leitungsorgane, die Eigentümerstruktur und die Beziehungen zwischen Unternehmensleitung, Aktionären und anderen am Unternehmen Beteiligten oder kurz gesprochen den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens.¹⁹⁵ Bildlich wird von den Kapitalgesellschaften als ein Netzwerk von Verträgen (nexus of contracts¹⁹⁶) gesprochen. Als Kontrollmechanismen für das Management wirken der Kapitalmarkt, das rechtliche Umfeld, die Produktmärkte und die interne Kontrolle durch Aufsichtsgremien der Gesellschaft wie den Aufsichtsrat.¹⁹⁷ Sobald die Corporate Governance ins Spiel kommt, gewinnt die Wahl der Kapitalstruktur in einer weiteren Hinsicht an Bedeutung: Je nachdem, ob ein Unternehmen mittels Fremd- oder Eigenkapital finanziert wird, ändern sich die Kontrollrechte der Anleger.¹⁹⁸ Finanzierungstitel differieren nicht nur hinsichtlich der Zahlungsströme, die sie verbürgen, sondern auch hinsichtlich einer Teilhabe an der Unternehmenskontrolle, die sie ermöglichen.¹⁹⁹

Dem Ausdruck „Unternehmenskontrolle“ kommt eine gewisse Doppeldeutigkeit zu: Er bezeichnet zunächst die Kontrolle der Gesellschaft durch das Fällen von Entscheidungen, die den Unternehmensorganen – den Agents in ökonomischer Diktion – zukommt. Darüber hinaus bezeichnet er die Inhaberschaft an den Rechten, die Organe auszuwählen und zu kontrollieren. Die Ökonomie spricht sich dafür aus, den Eigenkapitalgebern die Kontrolle der Organe zuzuweisen, da sie die residual claimants sind, deren Rendite sich aus dem Rest zusammensetzt, der übrig bleibt, nachdem alle anderen Interessengruppen befriedigt sind.²⁰⁰ Während die Interessen

¹⁹⁵ Hopt/Prigge, in: Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge, Comparative Corporate Governance (1998), p. V; Hopt, ZGR 2000, 779, 782; v. Werder, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Hdb. Corporate Governance (2003), S. 3, 4.

¹⁹⁶ Grundlegend Coase, 4 *Economica* 386 (1937). Ausführliche Darstellung bei Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 155 ff. m.w.N.

¹⁹⁷ Jensen, 48 *J. Fin.* 831, 850 (1993).

¹⁹⁸ Aghion/Bolton, 33 *Europ. Econ. Rev.* 286 (1989); *dies.*, 59 *Rev. Econ. St.* 473 (1992). Dazu unten S. 157.

¹⁹⁹ Hansmann, 4 *J. L. Econ. & Org.* 267, 269 (1988) weist darauf hin, dass es auf die formalen Kontrollrechte ankommt, nicht auf die tatsächlich ausgeübte Kontrolle. Der Grund dafür liegt in dem Vermögenswert, der einem formalen Kontrollrecht in bestimmten Situationen zukommen kann; dazu sogleich unten S. 161 ff.

²⁰⁰ Alchian/Demsetz, 62 *AER* 777 (1972).

anderer Kapitalgeber dahin gehen, ihre zumeist zeitlich und betragsmäßig begrenzten Zahlungen zu sichern, besitzen die residual claimants den besten Anreiz, ihre Kontrollrechte zu einer Optimierung der Leistungsfähigkeit des Gesamtunternehmens einzusetzen.²⁰¹ Die anderen am Unternehmen Beteiligten haben nach diesem Ansatz auch eher die Möglichkeit, ihre Rechte durch vollständige Verträge zu sichern, während gerade die Eigenkapitalgeber als residual claimants den unvorhergesehenen Eventualitäten besonders ausgesetzt sind.²⁰² Wenn man allerdings annimmt, dass auch Fremdkapitalgeber nicht in der Lage sind, alle Eventualitäten durch explizite Vertragsregelungen abzudecken, kann es zu einem *Zielkonflikt* zwischen den verschiedenen Interessengruppen kommen.²⁰³ So können Eigenkapitalgeber etwa versucht sein, den Marktwert ihres Eigenkapitals dadurch zu maximieren, dass sie bei einem festen Zinssatz Risiko auf die Fremdkapitalgeber abwälzen.²⁰⁴ Der Einsatz von Fremdkapital bei Steuerung des Unternehmens durch die Eigenkapitalinhaber kann auch zu einem gesamtwirtschaftlich ineffizienten Unterinvestitionsniveau führen, wenn die vorhandenen Fremdkapitalgeber stärker von einer Investition profitieren als die Eigenkapitalgeber.²⁰⁵ Wenn andersherum die Insolvenz des Unternehmens wahrscheinlich erscheint, besteht für die Eigenkapitalgeber ein Anreiz, Projekte mit negativem Kapitalwert durchzuführen, weil deren Verluste größtenteils im Insolvenzfall anfallen, während die Gewinne im Fortführungsfall realisiert werden.²⁰⁶

²⁰¹ *Easterbrook/Fischel*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 67 et seq.; *Fama/Jensen*, 26 J. L. & Econ. 327 (1983); *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 4. Zum Verhältnis von Eigen- und Fremdkapitalgebern auch *Weiss/Heiden*, BB 2000, 35.

²⁰² Vgl. *Mann*, Corporate Governance Systeme (2003), S. 54.

²⁰³ Zum Zusammenhang zwischen der Möglichkeit, vertraglichen Schutz zu erreichen und der Schutzbedürftigkeit im Rahmen einer Zielvorgabe an das Management siehe *Rose*, 18 Europ. J. L. & Econ. 77 (2004).

²⁰⁴ *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 334-337 (1976). Die Fremdkapitalgeber haben allerdings die Möglichkeit, durch vertragliche Vereinbarungen (sog. covenants) opportunistische Verhaltensweisen der Eigenkapitalgeber bzw. des Managements zu unterbinden; dazu *Drukarczyk*, Theorie und Politik der Finanzierung² (1993), S. 328 ff.

²⁰⁵ *Myers*, 5 J. Fin. Econ. 147, 165 (1977).

²⁰⁶ *Mann*, Corporate Governance Systeme (2003), S. 60 f. Diese Situation ist vergleichbar mit dem sog. Last-Periode-Problem bei Managern; dazu unten S. 388 f.

3. Shareholder Value als Maßstab der Unternehmensführung

a) Shareholder Value aus ökonomischer Sicht

Vor diesem Hintergrund entspannt sich die Shareholder Value-Debatte,²⁰⁷ eine Diskussion darüber, ob die Eigenkapitalgeber als Inhaber der Kontrollrechte die Manager auf die Verfolgung ihrer Interessen – konkret auf die *Maximierung des Wertes des Eigenkapitals (Shareholder Value)*²⁰⁸ – verpflichten dürfen oder ob sie auch die Interessen anderer Beteiligter (sog. stakeholder²⁰⁹) berücksichtigen müssen. In der Ökonomie herrscht weitgehende Einigkeit darüber, dass der Shareholder Value-Ansatz volkswirtschaftlich vorzugswürdig ist.²¹⁰ Denn lediglich die Eigenkapitalgeber als diejenigen, die sich dauerhaft an das Unternehmen binden und als residual claimants mit ihren Renditeinteressen darauf angewiesen sind, dass alle vorrangigen Interessengruppen befriedigt sind, haben den Anreiz, für eine volkswirtschaftlich erwünschte nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes zu sorgen.²¹¹ Dabei werden die Interessen anderer Gruppen keineswegs vernachlässigt, ihnen wird vielmehr durch vertragliche oder

²⁰⁷ Grundlegend *Rappaport*, Shareholder Value² (1999). Neben der rein ökonomischen Debatte über die Zielausrichtung börsennotierter Gesellschaften, ist der Ausdruck „shareholder value“ in den letzten Jahren zu einem gesellschaftspolitischen Kampfbegriff geworden, vgl. *Wagner*, BFuP 49 (1997), 473 f.

Letztlich verbirgt sich hinter dem Streit um die Maßgeblichkeit der Börsenkursbewertung als Leitschnur unternehmerischen Handelns ein Grundkonflikt über gesellschafts- und wirtschaftspolitische Konzepte. Auf der einen Seite steht ein liberalistischer, auf größtmögliche (wirtschaftliche) Freiheit und Eigenverantwortung abzielender Ansatz, auf der anderen Seite ein vom Sozialgedanken geprägtes Wirtschaftsbild, das bereit ist, wirtschaftliche Entfaltung zugunsten der (vermeintlichen) sozialen Wohlfahrt aller einzuschränken. Interessanterweise sind unter den Verfechtern des Shareholder Value-Prinzips viele institutionelle Investoren, deren Anlagetätigkeit letztlich sozialen Zwecken wie der Sicherung von Pensionen u.ä. dient.

Dies ist nicht der Ort, zu der politischen Debatte Stellung zu nehmen, vielmehr soll es im Folgenden ausschließlich um die ökonomische Seite des Shareholder Values im Rahmen des Generalthemas „Kapitalmarkt und Unternehmenskontrolle“ gehen. Zum Shareholder Value aus gesellschaftsrechtlicher Sicht siehe *Mülbert*, ZGR 1997, 129; *ders.*, in: FS Röhrich (2005), S. 421.

²⁰⁸ Teilweise werden auch „moderate“ Ansätze mit dem Ziel einer Steigerung des Gesamtwertes des Unternehmens vertreten; siehe z.B. *Schmidt/Spindler*, in: FG Kübler (1997), S. 515, 531 ff.

²⁰⁹ Zur stakeholder society *Tirole*, 69 *Econometrica* 1, 23 et seq. (2001); Überblick bei *Birke*, Formalziel der Aktiengesellschaft (2005), S. 83 ff.; *Witt*, Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb (2003), S. 53 ff.

²¹⁰ Dies gilt selbst dann, wenn die strengen theoretischen Voraussetzungen des Ansatzes (z.B. die Existenz vollkommener Kapitalmärkte) in der Realität kaum vorliegen. Denn der Ansatz kann nichtsdestotrotz eine sinnvolle Klassifizierung von Managemententscheidungen ermöglichen; siehe *Schmidt/Spindler*, in: FG Kübler (1997), S. 515, 527.

²¹¹ Siehe Nachweise in Fn. 201.

gesetzliche Regelungen (z.B. Arbeitsschutz, AGB-Recht) Rechnung getragen,²¹² in einer Weise, die – etwa im Wege der (ergänzenden) Vertragsauslegung oder mittels Generalklauseln – auch auf unvorhergesehene Eventualitäten angemessene Rücksicht nimmt. Auch werden Entscheidungen häufig nur dann im langfristigen Interesse der Aktionäre sein, wenn sie nicht einseitig zulasten anderer Interessengruppen getroffen werden.²¹³ Es mag sein, dass andere Interessengruppen im Einzelfall Schwierigkeiten haben, ihre Interessen zu sichern, letztlich sind aber die Eigenkapitalgeber aufgrund der grundsätzlich unbefristeten Dauer ihres Engagements und der Abhängigkeit von den verbleibenden Überschüssen diejenige Gruppe, die am wenigsten in der Lage ist, sich durch vertragliche Regelungen gegen opportunistisches Verhalten zu sichern und für die es daher den höchsten Wert hat, ihre Interessen für die Unternehmensleitung verbindlich zu machen.²¹⁴ Nach Berücksichtigung aller explizit definierten Interessen ist es ökonomisch sinnvoll, das Management anzuhalten, die verbleibende Entscheidungsfreiheit im Interesse der Aktionäre auszuüben, etwa weil bestimmte volkswirtschaftlich erwünschte unternehmensspezifische Investitionen so riskant sind, dass nur Eigenkapitalgeber – denen im Erfolgsfall auch der Gewinn zufließt – bereit sind, ihnen zuzustimmen.²¹⁵ Sofern die Interessen anderer Interessengruppen ebenfalls zu berücksichtigen wären, würden riskante Investitionen nicht vorgenommen und wesentliche Innovationen verhindert werden. Auch würde eine interessenpluralistische Ausrichtung des Unternehmenszwecks dazu führen, dass eine effiziente Steuerung der Unternehmensleitung unter Zuhilfenahme einer quantifizierbaren Zielerreichungsgeraden nicht mehr möglich wäre.²¹⁶

²¹² *Ballweiser*, in: FS Moxter (1994), S. 1377, 1390; *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271, 289; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 2 f.

²¹³ *Hansmann/Kraakman*, in: Kraakman et al., Anatomy of Corporate Law (2004), p. 1, 18; *Hopt*, ZGR 2000, 779, 799. Siehe auch v. *Werder*, ZGR 1998, 69, 88, der betont, dass die kurzfristige Steigerung des Shareholder Values – etwa durch Massenentlassungen zur Gewinnmaximierung eines bereits profitablen Unternehmensbereichs – langfristig negative Folgen, etwa durch mangelnde Motivation der verbleibenden Mitarbeiter, zeitigen könne und daher nicht im wohlverstandenen Interesse der Aktionäre liegt.

²¹⁴ *Macey*, 21 Stetson L. Rev. 23, 26 et seq. (1991) *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 135.

²¹⁵ Vgl. *Williamson*, 43 J. Fin. 567 (1988). Ein Beispiel ist die Anschaffung einer ausschließlich für den bestimmten Zweck des Unternehmens einsetzbaren Maschine, die im Misserfolgsfall nicht weiterverkauft werden kann, die im Erfolgsfall aber zu einer erheblichen Effizienzsteigerung im Produktionsprozess führt.

²¹⁶ *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 259.

b) Shareholder Value als Kontroll- und Anreizmechanismus

Wenn man dem Shareholder Value-Ansatz folgt, ergeben sich daraus eine Reihe von Folgerungen für die *Kontroll- und Anreizinstrumente für Unternehmensleiter*, die im Sinne einer externen Corporate Governance eingesetzt werden können.²¹⁷ So können die vorgenommenen Investitionen des Unternehmens nach der Kapitalwertmethode unter Zuhilfenahme von CAPM bewertet werden,²¹⁸ um so das Handeln im Interesse der Anteilseigner zu kontrollieren.²¹⁹ Dabei werden verschiedene Maßstäbe des Unternehmenserfolges diskutiert, besonders verbreitet ist etwa der Economic Value Added (EVA).²²⁰ Diese Art der Kontrolle ist auf die Steigerung des Eigenkapitalwertes ausgerichtet und ist daher nur sinnvoll, wenn zugleich die Anteilseignerinteressen maßgebliche Richtschnur zur Beurteilung des Handelns der Unternehmensorgane sind.

Da die Eigenkapitalgeber die residual claimants sind, verdienen sie nur dann eine Rendite, wenn das Unternehmen Erfolg hat. Gleichzeitig haben sie als Aktionäre die Möglichkeit, durch Diversifikation das idiosynkratische Risiko der Beteiligung zu minimieren.²²¹ Aktionäre im Sinne des Shareholder Value-Ansatzes sind daher risikoneutral, d.h. es ist in ihrem Interesse, das Projekt zu verwirklichen, das den höchsten Nettobarwert aufweist, selbst wenn es mit einem hohen Risiko verbunden ist, sofern nur dieses Risiko durch die erwartete Rendite adäquat vergütet wird.²²² Darüber hinaus haben diversifizierte Aktionäre kein Interesse an Investitionen, deren Ertragsperspektiven negativ korreliert sind, bei denen sich also positive und negative Ergebnisse im statistischen Mittel ausgleichen.²²³ Denn der einzelne Anleger kann das Diversifikationsziel kostengünstiger und auf seine eigenen Interessen zugeschnitten durch die Mischung seines eigenen

²¹⁷ Birke, Formalziel der Aktiengesellschaft (2005), S. 71. Konziser Überblick über die Grundlagen wertorientierter Unternehmensführung bei Ballwieser, zfbf 52 (2000), 160; Pape, BB 2000, 711. Monographisch Coenenberg/Salfeld, Wertorientierte Unternehmensführung (2003).

²¹⁸ Dazu ausführlich oben S. 135 ff.

²¹⁹ Rappaport, Shareholder Value² (1999), S. 44 ff.; siehe auch Birke, Formalziel der Aktiengesellschaft (2005), S. 69 f.

²²⁰ Grundlegend Stewart, The Quest for Value (1991); einführend Ballwieser, zfbf 52 (2000), 160, 163 f.; kritisch Schneider, DB 2001, 2509; Kunz/Pfeiffer/Schneider, DBW 67 (2007), 259. Für einen Vergleich verschiedener Reporting-Modelle für junge Wachstumsunternehmen siehe Wurl/Ries, DB 2004, 2169, 2172 f.

²²¹ Siehe oben S. 122. Speziell zur Relevanz im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes der Unternehmensführung siehe Kuhner, ZGR 2004, 244, 262; Wagner, BFuP 49 (1997), 473, 475 ff.

²²² Easterbrook/Fischel, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 340. Allgemein zur Risikoneigung Elton/Gruber/Brown/Goetzmann, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis⁶ (2003), p. 214 et seq.

²²³ Zum Zusammenhang zwischen Risiko und Korrelation ausführlich oben S. 122 f.

Portfolios erreichen.²²⁴ Er steht daher einem hohen unsystematischen Risiko – z.B. durch Spezialisierung – aufgeschlossen gegenüber. Unternehmensleiter sind dagegen grundsätzlich risikoavers,²²⁵ weil sie ausschließlich in einer Vertragsbeziehung zu der Gesellschaft stehen. Sie präferieren deshalb solche Projekte oder Kombinationen von Projekten, die einen sicheren Ertrag erwarten lassen, weil sie andernfalls persönliche Nachteile wie eine Haftung oder den Verlust der Stellung befürchten.²²⁶ Um einen Interessengleichlauf zwischen Managern und Anteilseignern zu erreichen, fordert der Shareholder Value-Ansatz, einerseits den Managern einen Ermessensspielraum bei ihren Entscheidungen einzuräumen und sie keiner Erfolgshaftung zu unterwerfen²²⁷ und ihnen auf der anderen Seite positive Anreize zu setzen, insbesondere durch Vergütung mittels Aktienoptionsplänen u.ä., die dazu führen, dass die Manager ebenfalls von einer Wertsteigerung der Aktien profitieren.²²⁸

c) Probleme des Shareholder Value-Konzepts

Gerade die unternehmenswertorientierten Entlohnungssysteme haben jedoch dazu geführt, den Shareholder Value-Ansatz in der politischen Diskussion zu diskreditieren, da vielfach die konkreten Entlohnungsmechanismen so ausgestaltet wurden, dass sie nicht danach differenzierten, inwieweit eine eingetretene Kurssteigerung überhaupt auf die Anstrengungen des Managements zurückzuführen war.²²⁹ So wurden aus Mechanismen der optimalen Anreizsetzung vielfach schlichte Selbstbereicherungsmechanismen.²³⁰ Zudem wurden in Deutschland zwar Vergütungssysteme im Stile der amerikanischen Gesellschaften eingeführt, ohne allerdings deren weitgehende Transparenz über den Aufbau, die betroffenen Manager und die Wirkungsweise der aktienoptionsbasierten Vergütung zu überneh-

²²⁴ *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 264. Deshalb wird im Rahmen einer CAPM-geleiteten Investitionsentscheidung auch nur das systematische Risiko der Investition berücksichtigt; siehe dazu bereits oben S. 137.

²²⁵ Vgl. *Rappaport*, Shareholder Value² (1999), S. 3.

²²⁶ *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 218 f.

²²⁷ Dazu *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 23.

²²⁸ *Rappaport*, Shareholder Value² (1999), S.157 f.; siehe auch *Greth*, in: Pellens, Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme (1998), S. 69; monographisch *Eggert*, Aktienoptionen für Führungskräfte (2004).

²²⁹ Der Grund dafür wird in Agency-Konflikten ausgemacht, wenn Organwalter gegenseitig über ihre Vergütung entscheiden, vgl. *Bebchuk/Fried*, 17 (3) J. Econ. Persp. 71 (2003). Monographisch *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance (2004). Außerdem wird die Gleichsetzung von Aktienoptionen mit einer Absenkung der Risikoaversität kritisiert, siehe *Ross*, 59 J. Fin. 207 (2004).

²³⁰ *Hellwig*, in: Hopt/Wymeersch/Kanda/Baum, Corporate Governance in Context (2005), p. 379, 395.

men.²³¹ Dies führt zu einer neuen Art von Interessenkonflikt, da für den Unternehmensleiter nunmehr der Anreiz besteht, den Wert seiner Vergütung zu maximieren, nicht aber den langfristigen Unternehmenswert, wie er dem ursprünglichen Shareholder Value-Konzept entsprach.²³² Neben dieser Kritik an der praktischen Umsetzung des Konzepts, werden auch theoretische Einwände gegen die Performance-Messung gemäß dem Shareholder Value-Ansatz geltend gemacht. Ein wichtiger Vorwurf geht dahin, dass Steuerungssysteme auf Grundlage des Shareholder Value eine Kurzsichtigkeit im Wirtschaften der Gesellschaft begünstigen.²³³ Wenn die Entwicklung des Börsenkurses zur Messung der Managementqualität herangezogen werden soll und der Kapitalmarkt tatsächlich zur Kurzsichtigkeit neigt,²³⁴ hat dies erhebliche Auswirkungen auf die Anreize für Manager: Damit man nicht für langfristige Investitionen, deren Vorteilhaftigkeit dem Kapitalmarkt aufgrund der kurzfristigen Ausrichtung entgehen könnte, abgestraft wird, ist es vorteilhaft, die Erfüllung der vom Kapitalmarkt erwarteten Performance durch kurzfristig wirksame Maßnahmen darzustellen.²³⁵

Ganz allgemein ist ein enger Zusammenhang zwischen dem neoklassisch-neoinstitutionellen Kapitalmarktmodell und dem Shareholder Value-Ansatz zu konstatieren. Nur wenn der Kapitalmarkt als hinreichend informationseffizient angesehen wird, bestehen die Voraussetzungen, Entscheidungen von Managern durch ihre Spiegelung im Börsenkurs des Unternehmens zu bewerten.²³⁶

4. Interne und externe Mittel zur Kontrolle der Unternehmensführung

a) *Exit und Voice*

Nachdem es bisher um die Eignung des Börsenkurses als Maßstab zur Unternehmenskontrolle ging, soll nunmehr in den Blick genommen werden, auf welche Art und Weise sich die Kontrolle der Agents durch die Principals vollzieht. Wer sich entschließt, unter bestimmten Umständen an einem Unternehmen als Kapitalgeber teilzunehmen, hat bei einer für ihn unerwünschten Veränderung dieser Umstände zwei grundlegende Handlungs-

²³¹ Siehe die Untersuchung von *Buck/Shahrim/Winter*, 8 J. Manage. & Gov. 173 (2004).

²³² Zu möglichen Interessenkonflikten maßgeblich beteiligter Organwalter ausführlich unten S. 389 f.

²³³ *Blair*, *Ownership and Control* (1995), p. 122 et seq.

²³⁴ Dazu ausführlich oben S. 131 f.

²³⁵ *Hill*, 22 Del. J. Corp. L. 141, 173 et seq. (1997).

²³⁶ *Fox*, EBOR 3 (2002), 337, 344 et seq. (im Zusammenhang mit der Notwendigkeit gesetzlicher Publizitätspflichten). Kritisch zum Börsenkurs als Bewertungsmaßstab *Stout*, 3 Berkeley Bus. L. J. 43 (2005).

alternativen: Abwanderung (*Exit*) oder Widerspruch (*Voice*).²³⁷ Eine *Voice*-Strategie verfolgt etwa, wer es darauf anlegt, eine Beteiligung aufzubauen, die es ihm erlaubt, innerhalb des Unternehmens auf die wesentlichen Entscheidungen Einfluss zu nehmen. Die typische *Exit*-Strategie verfolgt dagegen der Investor, der den Wert alternativer Aktivitäten außerhalb des Unternehmens ständig wahrt, wie dies etwa ein weit diversifizierter Aktionär eines börsennotierten Unternehmens tut, der jederzeit in der Lage ist, seine Beteiligung an einem bestimmten Unternehmen abzustoßen, wenn er mit dessen Geschäftspolitik nicht einverstanden ist.

b) *Interne und externe Corporate Governance*

In einer gewissen Parallele zu der Alternative *Exit or Voice* stehen die internen und externen Mechanismen der *Corporate Governance*, die zwei wesentliche Einschnitte im Spektrum der Organisationsformen zwischen Markt und Hierarchie darstellen.²³⁸

Als *interne Corporate Governance-Mechanismen* (synonym: *Insider-System der Corporate Governance*) werden solche Wirkzusammenhänge bezeichnet, die in der Organisationsstruktur des Unternehmens verankert sind. Darunter fallen z.B. Kontrollen durch die Gesellschafterversammlung, ein Kontrollgremium wie den Aufsichtsrat, Großanleger, Arbeitnehmer und Banken. Diese Instanzen haben zumeist einen privilegierten Zugang zu internen Unternehmensinformationen, die sie für ihre Kontrolltätigkeit verwenden. Die an den Kapitalmarkt gegebenen Informationen werden sie höchstens hilfswiese für ihre Überwachung berücksichtigen. Auf der anderen Seite ist die Kontrolltätigkeit dieser Personen häufig durch ihr spezifisches Interesse an der Gesellschaft geprägt, im Falle von Arbeitnehmern etwa durch die Sorge um den Erhalt ihres Arbeitsplatzes, im Falle von kreditgebenden Banken durch die Sorge um die Bonität der Gesellschaft, bei Aufsichtsräten in Gesellschaften mit großen Blockholdern durch die Interessen des abordnenden Großaktionärs usw. Das Besondere an der internen *Corporate Governance* besteht darin, dass die Beteiligten zukunfts ausgerichtet versuchen, auf die Geschäftspolitik und Entwicklung des Unternehmens Einfluss zu nehmen und daher auch entsprechende zukunftsbezogene Informationen benötigen, die sie in die Lage

²³⁷ Grundlegend *Hirschman*, *Abwanderung und Widerspruch* (1974), S. 3 f. Diese Strategien sind keineswegs auf Kapitalgeber beschränkt, sondern können auch von anderen Interessengruppen, etwa von Kunden, ausgeübt werden.

²³⁸ Zur Abgrenzung von interner und externer *Corporate Governance* *Hopt*, ZGR 2000, 779, 782 f.; *ders.*, in: Hommelhoff, 3. Max Hachenburg-Gedächtnisvorlesung (2000), S. 9, 13 f.

versetzen, unternehmerische Entscheidungen zu treffen oder zumindest nachzuvollziehen.²³⁹

Als *externe Corporate Governance-Mechanismen* (synonym: Outsider-System der Corporate Governance) wirken vor allem verschiedene Märkte, wie die Kapitalmärkte, die Arbeitsmärkte für Manager und unter Umständen auch die Produktmärkte. Die Kontrolle wird hier indirekt über die Nachfrage und den Preis ausgeübt; es handelt sich also um klassische Exit-Strategien. Eine Besonderheit der externen Corporate Governance stellt der Markt für Unternehmenskontrolle dar.²⁴⁰ Die Protagonisten der externen Corporate Governance nehmen eine Momentaufnahme des Unternehmens vor, d.h. der vergangenen Leistungen des Managements soweit sie für die zukünftigen Aussichten des Unternehmens erheblich sind, und entscheiden auf dieser Grundlage, ob und wie sie ihr Verhältnis zu dem Unternehmen fortsetzen wollen, ohne dabei aktiv in die Geschäftspolitik einzugreifen. Sie benötigen daher auch eine andere, auf die vergangenen Handlungen der Unternehmensleitung bezogene Art von Information als die internen Kontrolleure.²⁴¹ Allerdings hängt die Entscheidung, die Finanzinstrumente zu verkaufen oder zu halten auch erheblich von der Einschätzung der zukünftigen Entwicklung ab.

c) *Path Dependence und Konvergenz der Systeme*

Traditionell sind die deutschen Unternehmen durch ein Insider-System der Corporate Governance geprägt, während die US-amerikanischen und englischen Gesellschaften durch ein kapitalmarktbestimmtes Outsider-System kontrolliert wurden.²⁴² Dieser Unterschied drückte sich vor allem in einer unterschiedlichen Eigentümerstruktur aus: Während US-amerikanische und englische Gesellschaften seit langem eine breite Streuung ihres Aktionärskreises aufweisen,²⁴³ dominierte in Deutschland jahrzehntelang das Phänomen der „Deutschland AG“, also das wechselseitige Halten großer Beteiligungsblöcke.²⁴⁴ In der Comparative Corporate Governance wird debattiert,

²³⁹ *Tirole*, Theory of Corporate Finance (2006), p. 334.

²⁴⁰ Dazu ausführlich unten S. 161 ff.

²⁴¹ *Tirole*, Theory of Corporate Finance (2006), p. 334.

²⁴² Im Detail waren die Unterschiede allerdings nicht so groß wie zu erwarten, vgl. *Mayer*, 154 JITE 144 (1998).

²⁴³ Siehe etwa die Tabellen bei *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, 54 J. Fin. 471, 492 et seq. (1999), wonach Ende 1995 im Bereich der großen börsennotierten Gesellschaften Englands keine einen Blockholder von mindestens 20 % der Anteile aufwies und in den USA immerhin 80 % der großen börsennotierten Gesellschaften keinen solchen Blockholder aufwiesen.

²⁴⁴ Laut *Franks/Mayer*, 14 Rev. Fin. Stud. 943, 947 (2001) hatten 1990 über 85 % der im amtlichen Handel notierten deutschen Unternehmen einen Blockholder, der mehr als 25 % der Aktien hielt. Der größte Anteil unter den Blockholdern (27,5 %) waren andere

inwieweit eine *path dependence* im Sinne eines Verhaftetseins im hergebrachten System²⁴⁵ oder eine *Konvergenz* der verschiedenen Corporate Governance-Systeme gegeben ist.²⁴⁶ Tatsächlich kann in den letzten Jahren durchaus eine Annäherung der Systeme beobachtet werden: So hat in Deutschland die Streuung des Aktienbesitzes zumindest der großen Unternehmen erheblich zugenommen, begleitet von umfangreichen rechtlichen Reformen, die auf die Verbesserung der Kapitalmarktqualität hinauslaufen, etwa durch Einführung eines Insiderhandelsverbots, verschärfter Ad-hoc-Publizitätspflichten, der Regulierung des Übernahmerechts und ähnliche Maßnahmen. Auf der anderen Seite ist nach den zahlreichen Bilanzskandalen in den USA der Ruf nach stärkerer interner Kontrolle laut geworden und mit dem Sarbanes-Oxley-Act sind eine Reihe von Regelungen in diese Richtung eingeführt worden. Auch sind im Bereich der Unternehmensorganisation, speziell bei der Struktur der Leitungs- und Überwachungsorgane starke Annäherungen festzustellen.²⁴⁷

d) Verhältnis von externer und interner Corporate Governance

Die Frage, ob die verschiedenen Corporate Governance-Systeme konvergieren oder ob auch langfristig eine Trennung zu erwarten ist, hängt wesentlich davon ab, in welchem Verhältnis interne und externe Kontrollmechanismen zueinander stehen.

Aus der Sicht der Protagonisten interner Corporate Governance, der großen Blockholder und Fremdkapitalgeber, besteht durchaus ein gewichtiges Interesse an der Funktionsfähigkeit externer Kontrolle, da damit zugleich informationseffiziente und liquide Märkte entstehen.²⁴⁸ Einerseits findet über die Märkte ein Review der unternehmensinternen Entscheidungen statt. Andererseits sinkt durch funktionsfähige Märkte das Risiko der Blockholder, da sie sich die Möglichkeit eines Exits erhalten. Funktionsfähige Kapitalmärkte ermöglichen den Exit über ein öffentliches Angebot des gehaltenen Anteils mit dem Ziel der Streuung, erleichtern aber auch die Vornahme eines Blocktrades, wenn der potentielle Käufer durch die Überwachungsfunktion des Marktes bereits eine unabhängige Einschätzung von dem Unternehmen erlangen kann.

deutsche Gesellschaften, gefolgt von Familien (20,5 %). Weitere Zahlen zur Konzentration des Anteilsbesitzes bei *Mann*, Corporate Governance Systeme (2003), S. 138 ff.

²⁴⁵ Dazu grundlegend *Bebchuk/Roe*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999).

²⁴⁶ So etwa *Hopt*, ZGR 2000, 779, 783 ff., 816 ff. Siehe zum Ganzen auch *Klages*, Berl. J. Soziol. 2006, 37.

²⁴⁷ *Hopt/Leyens*, ECFR 2004, 135, 160 et seq. Ausführlich *Leyens*, Information des Aufsichtsrats (2006), S. 20, 51, 69 und passim.

²⁴⁸ Zum Folgenden *Tirole*, Theory of Corporate Finance (2006), p. 374 et seq.

Aus Sicht der Kapitalanleger ohne unternehmerische Ambitionen stellen funktionierende Kapitalmärkte dagegen einen Mindestschutz gegen opportunistisches Verhalten durch Großaktionäre dar. Funktionierende Kapitalmärkte bieten den Kleinaktionären eine Exit-Möglichkeit bei ausbeuterischem Verhalten von Großaktionären oder anderen internen Kontrollgruppen. Außerdem ermöglicht die Existenz funktionierender Marktinformationsmechanismen den Kapitalanlegern, die ihnen zustehenden Mindestkontrollrechte – etwa auf der Hauptversammlung – auf Grundlage angemessener Information auszuüben und damit (wenn auch möglicherweise indirekt) auf die interne Kontrolltätigkeit Einfluss zu nehmen.

Auf der anderen Seite ist es auch nicht genügend, die Unternehmenskontrolle allein dem Kapitalmarkt zu überlassen. Wie die verschiedenen amerikanischen Bilanzskandale der letzten Jahre (Enron, WorldCom) gezeigt haben, lässt sich auch in einem marktorientierten System nicht verhindern, dass die Kontrollmechanismen ausgehebelt werden, wenn nicht zugleich die internen Instanzen effektiv funktionieren.²⁴⁹ Erschwert wird die externe Überwachung durch Kapitalmarktineffizienzen, insbesondere durch die irrationale Überbewertung von Aktien. In dieser Situation verfehlt der Kapitalmarkt seine Kontrollaufgabe und interne Mechanismen müssen für einen Ausgleich sorgen.²⁵⁰ Vieles spricht also dafür, dass die internen und externen Mechanismen der Corporate Governance weniger Substitute darstellen als vielmehr komplementäre Funktionsweisen, die sich gegenseitig ergänzen und befruchten.²⁵¹

Nachdem bisher die grundsätzlichen Mittel der Unternehmenskontrolle dargestellt wurden, soll im Folgenden genauer herausgearbeitet werden, wie nach der Vorstellung der Finanzwissenschaft sich Unternehmenskontrolle durch Kapitalmärkte konkret vollzieht.

5. Unternehmenskontrolle am Primärmarkt

a) Erklärungsbedarf beim IPO

Durch Primärmarkttransaktionen nimmt der Emittent neues Kapital auf, entweder in Form von Eigen- oder Fremdkapital. Grob vereinfacht entsteht ein Kapitalbedarf entweder dann, wenn neue Investitionen vorgenommen werden sollen oder wenn die eingeplanten Mittel nicht ausreichen, um die laufenden Investitionen zu finanzieren.²⁵² Beide Situationen haben nicht nur im Rahmen des Investitions-/Finanzierungsverhältnisses des Unter-

²⁴⁹ *Kraakman*, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 95, 112 et seq.

²⁵⁰ *Jensen*, 34 (1) *Fin. Manage.* 5, 14 et seq. (2005).

²⁵¹ So bereits *Hopt*, *Kapitalanlegerschutz* (1975), S. 224. Siehe auch *Grundmann*, in: *FS Schwark* (2006), S. 77, 97 ff.

²⁵² Ausführlich oben S. 107 f. Siehe auch oben S. 135.

nehmens Bedeutung, sondern stellen zugleich einen wichtigen Einschnitt in der Corporate Governance dar. Die Unternehmensleitung ist gehalten, dem Kapitalmarkt die Gründe für den Kapitalbedarf zu erklären. Durch die Preisbildung am Primärmarkt wird zugleich ein implizites Urteil über die Qualität der Unternehmensleitung gefällt. Die Kapitalgeber haben bei der Kapitalaufnahme die Möglichkeit, die Vergabe des Kapitals mit disziplinierenden Forderungen an das Management zu verbinden.²⁵³

Beim IPO fällt dieser Corporate Governance-Mechanismus mit der Informationsasymmetrie zusammen: Das Management steht vor der Aufgabe, den Investoren glaubhaft die Chancen des Unternehmens zu vermitteln, damit diese sich zum Kauf der Aktien entschließen. Dabei muss es unter anderem auch die eigene Unternehmensorganisation präsentieren und darstellen, dass mit den einzuwerbenden Geldern im Sinne der Investoren verfahren werden wird. Ein wesentliches Mittel, Vertrauen in die eigene Corporate Governance zu erwecken, besteht darin, diese im Rahmen von Kapitalmarktveröffentlichungen und anderen Investorinformationen wie Analysten- und Pressekonferenzen oder Roadshows nachvollziehbar darzustellen.

b) Erklärungsbedarf bei der Kapitalerhöhung

Für bereits börsennotierte Unternehmen geht nach der *pecking order theory*²⁵⁴ von der Ankündigung, neues Eigenkapital aufnehmen zu wollen, eine negative Signalwirkung aus. Der Grund liegt in der Vermutung, das Management wolle eine Überbewertung zur günstigen Kapitalaufnahme ausnutzen. Anders gewendet bedeutet dies, dass die Gefahr gesehen wird, das Unternehmen könne die in Aussicht gestellten zukünftigen Überschüsse tatsächlich gar nicht erwirtschaften und sei daher überbewertet. Das Management muss den Kapitalmarkt glaubhaft von der Qualität seiner Arbeit überzeugen, damit die Anlage lohnend erscheint. Im Falle der Eigenkapitalaufnahme kommt dabei dem Verhalten der bestehenden Anteilseigner besondere Bedeutung zu: Wenn diese mehrheitlich eine Kapitalerhöhung nicht mitmachen, führt dies in der Regel dazu, dass auch der Markt nur zu einem erheblichen Abschlag bereit ist, dem Unternehmen neues Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Das Management steht bei einer Kapitalerhöhung also vor der Aufgabe, zuvörderst gegenüber den bisherigen Anteilseignern die Notwendigkeit der Kapitalmaßnahme zu rechtfertigen. Über Zustimmungserfordernisse in der Hauptversammlung oder die Interessenwahrnehmung durch den Aufsichtsrat haben die Anteilseigner die Möglichkeit, ihre Zustimmung – und damit den voraussicht-

²⁵³ Mann, Corporate Governance Systeme (2003), S. 89.

²⁵⁴ Dazu oben S. 115 f.

lichen Erfolg der Kapitalmaßnahme – von Änderungen der Unternehmenspolitik abhängig zu machen.²⁵⁵

c) Primärmarkt als Markt zur Allokation von Unternehmenskontrolle

Ein weiterer wichtiger Überschneidungspunkt zwischen Corporate Governance und Primärmarkttransaktionen besteht darin, dass durch die Aufnahme neuen Kapitals, sei es in Form von Eigen- oder Fremdkapital, zugleich neue Kontrollrechte geschaffen werden, die einen Einfluss auf die Anreizstruktur der Manager haben.²⁵⁶ Eigen- und Fremdkapital inkorporieren unterschiedliche Kontrollmechanismen.²⁵⁷ In wirtschaftlich guten Zeiten üben die Eigenkapitalgeber die Kontrolle aus und sind dabei durchaus an einer riskanten Investitionspolitik interessiert, sofern diese nur durch entsprechende in Aussicht gestellte Gewinne vergütet wird.²⁵⁸ In Krisenzeiten wechselt die Kontrolle zu den Fremdkapitalgebern (entweder formell durch ein Insolvenzverfahren oder tatsächlich durch die Notwendigkeit, Fremdkapitalgeber in frühe Sanierungsbemühungen einzubinden), deren Gewinnbeteiligung grundsätzlich nach oben gedeckelt ist, so dass sie an einer konservativen, werterhaltenden Unternehmenspolitik interessiert sind. Durch die unterschiedliche Ausgestaltung der Kontrollrechte entsteht ein Disziplinierungsmechanismus nach dem Muster „Zuckerbrot und Peitsche“.²⁵⁹ Dieser Mechanismus entfaltet eine Wechselwirkung mit den Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen. Der Primärmarkt dient so nicht nur der Allokation von Kapital, sondern zugleich der Allokation von Unternehmenskontrolle, indem die Machtverhältnisse der unterschiedlichen Interessengruppen im Unternehmen (neu) festgesetzt werden.

6. Unternehmenskontrolle am Sekundärmarkt

a) Unternehmenskontrolle durch Marktreaktionen

Maßgeblicher Faktor für die Unternehmenskontrolle am Sekundärmarkt ist der Börsenkurs.²⁶⁰ Nach dem Dividendenmodell der Aktienbewertung repräsentiert der Wert einer Aktie den Nettobarwert zukünftiger ausschüttbarer Überschüsse.²⁶¹ Dabei ist es nicht entscheidend, ob die Erwartung besteht, dass die zukünftigen Überschüsse tatsächlich ausgeschüttet wer-

²⁵⁵ Mann, *Corporate Governance Systeme* (2003), S. 90. Zur aktienrechtlichen Umsetzung in Deutschland siehe Bayer, *ZHR* 168 (2004), 132, 152 ff.

²⁵⁶ Grundlegend Aghion/Bolton, 33 *Europ. Econ. Rev.* 286 (1989); *dies.*, 59 *Rev. Econ. St.* 473 (1992).

²⁵⁷ Zum Folgenden Dewatripont/Tirole, 109 *Q. J. Econ.* 1027 (1994).

²⁵⁸ Siehe oben S. 149 f.

²⁵⁹ Tirole, *Theory of Corporate Finance* (2006), p. 406 et seq.

²⁶⁰ Vgl. Semler, in: Picot, *Corporate Governance* (1995), S. 29, 54.

²⁶¹ Siehe bereits oben S. 112.

den; vielmehr können sie auch im Wege einer Innenfinanzierung im Unternehmen verbleiben, sofern sie nur in Projekte investiert werden, deren erwartete Erträge die Kapitalkosten übersteigen.²⁶² Auf semi-informations-effizienten Kapitalmärkten wird daher jede neue Information, die in den durch den Preisbildungsprozess aggregierten Einschätzungen der Marktteilnehmer eine Veränderung der erwarteten Cash-Flows impliziert, zu einer Anpassung des Börsenkurses führen.²⁶³ Um die idiosynkratische Kursveränderung, die auf das Konto der neuen Information geht, korrekt zu bestimmen, ist die tatsächliche Kursveränderung gegenüber der Gesamtmarktbeziehung zu adjustieren, was etwa unter Zuhilfenahme des CAPM geschehen kann. Unter den Voraussetzungen funktionierender Sekundärmärkte spiegelt der Börsenkurs auf diese Weise stets die Einschätzung des Markts zu den durch das Unternehmen getroffenen unternehmerischen Entscheidungen wider, sofern diese Entscheidungen nur erheblich genug sind, um eine Auswirkung auf die zu erwartenden Cash-Flows zu haben.

Eine sehr viel geringere Überwachungsfunktion kommt dem Sekundärmarkt im Falle der *Fremdkapitalfinanzierung* zu. Die Cash-Flows der Fremdkapitalgeber sind durch die Anleihebedingungen genau vorgegeben und zumeist auf einen festen Zinssatz gedeckelt. Aber auch bei variablen Zinssätzen besteht noch keine der Interessenlage von residual claimants vergleichbare Situation. Denn der Kurs von Unternehmensanleihen wird einerseits durch die Bonität des Emittenten, seine Fähigkeit zur Zahlung fälliger Zinsen und Tilgung der Anleihe zum Ende der Laufzeit, und andererseits durch die Zinsentwicklungen des Marktes bestimmt. Allerdings besteht für das Management fremdfinanzierter Unternehmen bei schlechter Performance die erhöhte Gefahr der Insolvenz, während bei reiner Eigenkapitalfinanzierung sich schlechte Leistungen zunächst in – leichter zu kaschierenden – niedrigeren Renditen auswirken. Unter diesem Gesichtspunkt kann dem Fremdkapital eine erhebliche Steuerungsfunktion zukommen.²⁶⁴ Maßgebliche Mechanismen der Corporate Governance sind dabei insbesondere die Ratings, welche nach einer gründlichen Analyse des Unternehmens durch Ratingagenturen abgegeben werden. Auf dem Wege über die Analyse durch Ratingagenturen schlagen sich Änderungen im unternehmerischen Verhalten des Emittenten im Kurs der Anleihe nieder, allerdings nur, sofern das Rating eine veränderte Einschätzung der Bonität impliziert.

²⁶² *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance⁸ (2006), p. 65.

²⁶³ Siehe bereits oben S. 119. Zu den Folgen bei Annahme ineffizienter Kapitalmärkte sogleich S. 160.

²⁶⁴ *Grossman/Hart*, in: McCall, The Economics of Information and Uncertainty (1982), p. 107.

b) Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursbildung

Nicht jede Art von Informationen hat *Relevanz für die zukünftigen Cash-Flows* und ist daher bewertungsrelevant. So sind etwa Rechnungslegungsdaten grundsätzlich vergangenheitsbezogenen und daher prima facie ohne Bedeutung für zukünftige Entwicklungen. Allerdings können die Rechnungslegungsdaten Indikatoren für die Einschätzung der künftigen Cash-Flows liefern.²⁶⁵ Neuere Bilanzierungsregeln wie IAS nehmen dieses Bedürfnis auf, indem sie Informationen für Anlageentscheidungen aufbereiten und etwa Aussagen über Cash-Flows treffen.²⁶⁶ Eine besondere Bedeutung haben Prognosen über zukünftige Umsatz- und Gewinnentwicklungen, da sie eine Abschätzung der bewertungsrelevanten Cash-Flows ermöglichen. Ähnliches gilt für Meldungen über Großaufträge, da diese unmittelbar relevant sind für die zukünftige Ertragslage des Unternehmens. Aber auch den vergangenheitsbezogenen Daten kann Bedeutung für den Börsenkurs und die Überwachungsfunktion des Sekundärmarkts zukommen.²⁶⁷ So werden die zukünftigen Cash-Flows häufig in Fortschreibung der bisher erreichten Ergebnisse geschätzt und die Meldung vergangenheitsbezogener Zahlen ermöglicht eine Überprüfung der zuvor gesteckten Ziele, der eine erhebliche Indizwirkung für die Realitätsnähe der aktuellen Erwartungen zukommt.

c) Börsenkurs als Zweckmäßigkeitsskontrolle

Die konkrete Kontrolle des Managements am Sekundärmarkt vollzieht sich durch die Kursreaktion auf bekannt werdende Maßnahmen des Unternehmens. Wenn der Emittent eine Investition tätigt, die gemessen an den mittels CAPM bestimmten Kapitalkosten einen negativen Nettobarwert aufweist, führt dies zu einem (relativen) Kursverlust, während eine Investition mit einem positiven Nettobarwert eine (relative) Kurssteigerung hervorruft.²⁶⁸ Der Börsenkurs kann so die Funktion einer Zweckmäßigkeitsskontrolle bezogen auf das Ziel der Steigerung des Shareholder Values übernehmen.²⁶⁹ Da Investitionsentscheidungen den Prototypus der unternehmerischen Entscheidung im Sinne der business judgment rule darstellen²⁷⁰ und somit der direkten rechtlichen Kontrolle entzogen sind, kann durch den Maßstab des Börsenkurses eine Lücke in der Überwachung aus Sicht der außenstehenden Aktionäre geschlossen werden. Der Vergleich

²⁶⁵ Schmidt, Das Konzept einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung (2000), S. 25 ff.

²⁶⁶ Siehe Merkt, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), Einl v § 238 Rn. 159.

²⁶⁷ Vgl. schon Hellgardt, ZIP 2005, 2000, 2007.

²⁶⁸ Dazu bereits oben S. 136.

²⁶⁹ Vgl. oben S. 149 f.

²⁷⁰ Siehe oben S. 107.

mit Konkurrenzunternehmen und deren Kursentwicklungen ermöglicht eine weitere Verfeinerung der Überwachung.

d) Reaktionsmöglichkeiten der Anleger

Die derart erlangten Informationen helfen den Aktionären auch bei der Wahrnehmung von Voice-Strategien, etwa der Abstimmung auf der Hauptversammlung. In diesem Rahmen steht das Management ggf. vor der Aufgabe, eine im Vergleich mit Konkurrenzunternehmen schlechte Performance rechtfertigen zu müssen. Gelingt dies nicht hinreichend, kann auf Grundlage der durch den Markt generierten Informationen das Management ausgewechselt oder nicht entlastet werden.²⁷¹ Die Anleger können aber auch durch Exit-Strategien auf ihnen unliebsame Entwicklungen der Unternehmenspolitik reagieren. Zwar sollte auf informationseffizienten und liquiden Sekundärmärkten allein ein erhöhtes Angebot an Wertpapieren noch nicht zu einer Preisänderung führen, jedoch kann eine dauerhafte Underperformance eines Unternehmens potentielle Übernahmeinteressen auf den Plan rufen.²⁷²

e) Unternehmenskontrolle bei ineffizienten Sekundärmärkten

Die bisherigen Überlegungen setzen voraus, dass der betreffende Sekundärmarkt tatsächlich die Voraussetzungen der semistarken Informations-effizienz erfüllt. Wenn es dagegen in bestimmten Marktphasen zu den von der behavioral finance angenommenen *irrationalen Übertreibungen* kommt, stellt der Börsenkurs keinen exakten Maßstab zur Messung der Zweckmäßigkeit einzelner Geschäftsführungsmaßnahmen mehr dar.²⁷³ Manager könnten versucht sein, ineffiziente Märkte zu ihren Gunsten auszunutzen und damit über eine tatsächlich schlechte Performance hinwegzutäuschen. Wie *Gordon/Kornhauser* schon 1985 festgestellt haben, beruhen eine Vielzahl von Annahmen des Börsengesellschaftsrechts auf der Theorie informationseffizienter Märkte und verlieren ihre Überzeugungskraft, wenn es in der Realität regelmäßig zu Ineffizienzen kommt.²⁷⁴ Deshalb ist es nicht überzeugend, allein auf die externe Überwachungsfunktion des Marktes zu vertrauen. Gänzlich verwerfen sollte man die Bedeutung des Marktmechanismus für die Corporate Governance aber auch nicht. Denn auch die

²⁷¹ Vgl. *Fox*, in: Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge, *Comparative Corporate Governance* (1998), p. 705 et seq.

²⁷² Dazu sogleich S. 161.

²⁷³ Siehe auch *Stout*, 3 *Berkeley Bus. L. J.* 43, 50 (2005).

²⁷⁴ *Gordon/Kornhauser*, 60 *NYU L. Rev.* 761, 830 et seq. (1985). Die Autoren beziehen sich auf das amerikanische Recht. Ihre Einwände gelten aber mutatis mutandis für das deutsche Kapitalmarktrecht, das sich die amerikanische Securities Regulation zum vielfachen Vorbild genommen hat.

behavioral finance geht davon aus, dass es unterschiedliche Marktphasen gibt.²⁷⁵ Neben den naturgemäß im Vordergrund der Aufmerksamkeit stehenden Phasen der Übertreibung, gibt es auch immer wieder ruhigere Marktphasen,²⁷⁶ in denen die neoklassisch-neoinstitutionellen Theorien die Wirklichkeit annähernd zu beschreiben vermögen.

7. Markt für Unternehmenskontrolle

a) Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle

Der klassische externe Corporate Governance-Mechanismus ist der erstmals von *Manne* beschriebene Markt für Unternehmenskontrolle, der einen *Sonderfall der Kontrolle durch Sekundärmärkte* darstellt.²⁷⁷ Bei einer Aktiengesellschaft in breit gestreutem Anteilsbesitz kann der einzelne Inhaber formeller Kontrollrechte mit diesen häufig nicht selbst eine maßgebliche Kontrollfunktion wahrnehmen. Zudem hat ein breit diversifizierter Investor, der an einer Vielzahl von Gesellschaften beteiligt ist, gar kein Interesse, sich kostenaufwändig für die Kontrolle dieser Unternehmen zu engagieren (sog. rationale Apathie). Sofern aber das Management eine gegen die Maßgabe des Shareholder Value verstoßende Unternehmenspolitik betreibt und sich dieses im Kurs der Aktien niederschlägt, entsteht der Anreiz, die Kontrollrechte an der Gesellschaft durch ein sog. feindliches (d.h. gegen den Willen der Unternehmensleitung erfolgendes) Übernahmeangebot zu erwerben, das Management auszutauschen und das eigentliche Potential des Unternehmens zu heben.²⁷⁸ Wenn dies möglich ist, kann der Markt für Unternehmenskontrolle bereits ex ante eine Anreizwirkung auf das Management ausüben, dahingehend eine Marktwertmaximierung zu betreiben um die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme zu minimieren.²⁷⁹

²⁷⁵ Zu den Hot Issue Markets siehe etwa oben S. 113 f.

²⁷⁶ Für eine empirische Beschreibung und Einteilung des europäischen Kapitalmarkts in Marktphasen als "hot market" (Mitte 1997 – Mitte 2001) und "cold market" (2002 – Anfang 2005) siehe o.V., in: ECB, Monthly Bulletin May 2006, p. 89, 92 et seq.

²⁷⁷ *Manne*, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965).

²⁷⁸ Darstellung des market for corporate control etwa bei *Grundmann*, in: Hopt/Wymeersch/Kanda/Baum, Corporate Governance in Context (2005), p. 421 m.w.N.

²⁷⁹ Siehe etwa *Scharfstein*, 55 Rev. Econ. St. 185 (1988). Es besteht allerdings die Gefahr eines Marktversagens auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, wenn die einzelnen Aktionäre realisieren, dass es für sie persönlich am besten ist, wenn die anderen Aktionäre verkaufen, sie selbst aber ihre Aktien halten und an der durch den Übernehmer geschaffenen Wertsteigerung profitieren; dazu und zu möglichen Lösungsansätzen grundlegend *Grossman/Hart*, 11 Bell J. Econ. 42 (1980). *Easterbrook/Fischel*, 91 Yale L. J. 698 (1982) sprechen sich vor diesem Hintergrund dafür aus, Anreize dadurch zu setzen, dass die Gewinne von Übernahmen ungleich verteilt werden, etwa durch Paketzuschläge für verkaufende Großaktionäre oder durch Squeeze Out von verbleibenden Minderheitsaktionären. Zu Lösungen durch Regulierung siehe etwa *Coffee*, 84 Colum. L. Rev. 1145 (1984).

Statt einer vollständigen Konzentration des Anteilsbesitzes bei einem Übernehmer ist auch der Aufbau eines geringeren Aktienpakets denkbar, um damit Einfluss auf einzelne Entscheidungen des Managements zu nehmen, die zu einer Steigerung des Marktwerts führen.²⁸⁰

b) Handelnde Personen am Markt für Unternehmenskontrolle

Ursprünglich wurde der Markt für Unternehmenskontrolle vor allem als ein *Markt für konkurrierende Managementteams* gedacht.²⁸¹ Als besonders anfällig für Übernahmen wurden Unternehmen ausgemacht, die einen hohen free cash flow erzielen, ohne diesen an die Aktionäre auszuschütten, so dass das Management viele Möglichkeiten hat, seine Machtposition durch Investitionen auszubauen, die aber häufig nicht im Interesse der Aktionäre sind, da sie unterhalb der Kapitalkosten liegen.²⁸² Protagonisten dieser Art von Unternehmensübernahmen waren die in den Achtziger Jahren des 20. Jahrhunderts in den USA auftretenden "raider", die sich insbesondere auf die Zerschlagung von Konglomeraten spezialisierten, gemäß dem oben beschriebenen Prinzip, dass Aktionäre sich kostengünstiger auf Ebene ihrer eigenen Portfolios diversifizieren sollten.²⁸³ In der Großzahl der Fälle treten allerdings *Unternehmen als Akquisiteure* auf. Deren Motive für eine Übernahme können aber auch durch ihr eigenes Geschäft begründet sein, etwa durch das Bestreben, Synergieeffekte zu realisieren oder die eigene Marktmacht zu vergrößern.²⁸⁴ Darüber hinaus sind auch Agency-Konflikte auf Seiten der Manager des Bieter-Unternehmens als Beweggrund für Übernahmen denkbar, so etwa der Wille zur Ausdehnung des eigenen Machtbereichs.²⁸⁵ In all diesen Fällen besteht der Übernahmegrund nicht so sehr in einer verfehlten Politik des Zielunternehmens als in den Ambitionen des Bieters. Dies stellt den Abschreckungseffekt des Marktes für Unternehmenskontrolle in Frage, denn die Unternehmensleitung kann nicht mehr darauf vertrauen, bei guter Performance im Amt zu bleiben, sondern muss vielmehr fürchten, gerade durch gute Performance potentielle Bieter anzulocken.

²⁸⁰ Mann, *Corporate Governance Systeme* (2003), S. 91, 95. Ein Beispiel ist der Einfluss, den der Investmentfonds TCI im Frühjahr 2005 auf die Deutsche Börse AG genommen hat, mit dem Ziel, eine geplante Übernahme zu verhindern. Vgl. FAZ vom 13.5.2005, S. 8 („Unterschätzt“).

²⁸¹ Etwa *Jensen/Ruback*, 11 J. Fin. Econ. 5 (1983).

²⁸² *Jensen*, 76 AER 323 (1986).

²⁸³ Siehe oben S. 149 f.

²⁸⁴ Siehe etwa *Mitchell/Mulherin*, 41 J. Fin. Econ. 193 (1996), die zeigen, dass Übernahmen häufig geballt auftreten, wenn bestimmte Industrien Krisen durchlaufen. Im Falle bloß firmenspezifischen Fehlmanagements wäre eine solche Häufung nicht zu erwarten.

²⁸⁵ *Roll*, 59 J. Bus. 197 (1986): "hubris hypothesis".

c) Einfluss von ineffizienten Sekundärmärkten auf den Übernahmemarkt

Darüber hinaus können *Marktgegebenheiten* Übernahmen hervorrufen. Wenn ein Unternehmen unter seinem vermeintlichen Wert notiert, ruft dies potentielle Übernehmer auf den Plan, ohne dass es darauf ankäme, weshalb das Unternehmen unterbewertet ist.²⁸⁶ Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass die irrationale Überbewertung der eigenen Aktien Übernahmewellen auslösen kann, während eine ungerechtfertigte Unterbewertung Unternehmen zu potentiellen Zielobjekten macht.²⁸⁷ Die Gefahr einer Übernahme kann ex ante kurzsichtige Entscheidungen des Managements der potentiellen Zielgesellschaft hervorrufen, mit dem Ziel, sich nicht durch langfristig wirksame Maßnahmen, die vom Kapitalmarkt nicht hinreichend erkannt werden könnten, der Gefahr einer feindlichen Übernahme auszusetzen. Eine wichtige Rolle können dabei auch die Anlagehorizonte der Aktionäre spielen: neuere Untersuchungen zeigen, dass Unternehmen die mehrheitlich von kurzfristig orientierten Aktionären gehalten werden, häufiger Ziel von Übernahmeangeboten sind, wobei allerdings die gebotene Prämie über dem Marktpreis geringer ausfällt, während auf der anderen Seite Bieterunternehmen, deren Aktionäre kurzfristig orientiert sind, überproportional häufig als Übernehmer auftreten und hohe Prämien zu zahlen bereit sind.²⁸⁸ Eine Abhilfe gegen solche, wirtschaftlich nicht sinnvollen Übernahmen könnte es sein, dem Management zu erlauben, sich gegen feindliche Übernahmeangebote zu verteidigen.²⁸⁹

d) Praktische Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle

Grundsätzlich wird der Markt für Unternehmenskontrolle mit *Outsider-systemen der Corporate Governance*, wie sie die USA und England verkörpern, assoziiert. Durch die Konvergenz der Systeme hat die Bedeutung feindlicher Übernahmen allerdings in den klassischen Blockholder-Staaten wie Deutschland an Bedeutung gewonnen. Den Auftakt für den deutschen Markt für Unternehmenskontrolle bildete die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Jahr 2000.²⁹⁰ Neben der feindlichen Übernahme spielt insbesondere der Handel mit Kontrollbeteiligungen eine zunehmend wichtige Rolle.²⁹¹ Auch für den Markt für Unternehmenskontrolle gilt, dass interne und externe Mechanismen sich ergänzen. So kann die Präsenz

²⁸⁶ Vgl. *Kraakman*, 88 Colum. L. Rev. 891 (1988).

²⁸⁷ Siehe oben S. 117 f.

²⁸⁸ *Gaspar/Massa/Matos*, 76 J. Fin. Econ. 135 (2005).

²⁸⁹ *Holmstrom/Tirole*, in: Schmalensee/Willig, Handbook of Industrial Organization, Vol. I (1989), p. 61, 100.

²⁹⁰ Dazu *Höpner/Jackson*, 3 Europ. Manage. Rev. 142 (2006).

²⁹¹ Siehe *Jenkinson/Ljungqvist*, 7 J. Corp. Fin. 397 (2001); *Köke*, 10 J. Corp. Fin. 53 (2004).

eines Blockholders, der das Management laufend überwachen kann, als Ersatzmechanismus für feindliche Übernahmen wirken.²⁹² Auch zeigen etwa empirische Untersuchungen einen signifikanten Anstieg der Unternehmensperformance nach einer Auswechslung der Unternehmensleitung durch interne Kontrollgremien.²⁹³

VI. Zwischenfazit

Der vorstehende Überblick versucht, die Grundlagen der ökonomischen Bedingungen des Handels mit Vermögensanlagen, insbesondere mit börsennotierten Finanzinstrumenten im Zusammenhang darzustellen. Abschließend soll festgehalten werden, dass sich die Regeln über die Preisbildung am Primär- und Sekundärmarkt keinesfalls in ihrer Bedeutung für die Finanzierung der Unternehmen erschöpfen. Daneben kommt den Kapitalmarktmechanismen auch eine originäre Funktion für die Corporate Governance der öffentlich finanzierten Unternehmen zu. Gesellschaften, die sich an einen unbegrenzten Kreis von Anlegern wenden, um Kapital aufzunehmen, werden damit zu „öffentlichen“ Unternehmen. Es entsteht ein über die Wohlfahrt einzelner Unternehmensinhaber hinausgehendes öffentliches Interesse an der guten Führung börsennotierter Unternehmen, da diese direkte Rückwirkungen auf die Funktionsfähigkeit der öffentlichen Kapitalmärkte entfaltet. Wie gesehen, verändert sich mit der Inanspruchnahme öffentlicher Kapitalmärkte zugleich der Corporate Governance-Mechanismus der dort gelisteten Unternehmen. Durch die weite Streuung des Anteilsbesitzes entstehen spezifische Gefahren, zu deren Eindämmung neben den internen Instanzen des Unternehmens auch der Markt selbst einen wichtigen Beitrag leisten kann.

Wenn es im Folgenden darum geht, Regeln zum Schutz öffentlicher Kapitalmärkte und der dort handelnden Anleger zu entwerfen, ist diese Doppelfunktion der Märkte stets zu berücksichtigen. Der Schutz des Kapitalmarkts kann sich nicht darin erschöpfen, die Finanzierungsfunktion sicherzustellen, sondern muss auch der Governance-Funktion gerecht werden, die durch funktionierende Märkte ausgeübt wird.

²⁹² *Shleifer/Vishny*, 94 J. Pol. Econ. 461 (1986). Für einen Vergleich von feindlichen Übernahmen und innergesellschaftlichen Managementwechsel siehe *Grundmann*, in: FS Schwark (2006), S. 77, 97 ff.

²⁹³ *Huson/Malatesta/Parrino*, 74 J. Fin. Econ. 237 (2004).

B. Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts

Nachdem nun die Grundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts hinsichtlich der vorhandenen Tatbestände, des rechtsvergleichenden Befundes sowie des ökonomischen Ziels dargestellt, geordnet und bewertet wurden, ist damit zugleich die Grundlage gelegt für eine allgemeine Theorie der deliktsrechtlichen Kapitalmarkthaftung. Ziel einer solchen Theorie ist es, die verstreuten Einzelschriften zu systematisieren, in den allgemeinen Zusammenhang einzuordnen und dadurch ihren gemeinsamen Kern freizulegen.

Die Systematisierung soll zunächst das gemeinsame Regelungsziel der Kapitalmarktdelikte in den Blick nehmen, wie es sich bei einer Verknüpfung der juristischen mit den ökonomischen Befunden des ersten Teils darstellt (dazu § 5). In einem nächsten Schritt sollen sodann die Kapitalmarktdelikte an das allgemeine Deliktsrecht zurückgebunden werden (dazu § 6). Schließlich wird in einem dritten Schritt das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis als Kern eines eigenständigen Kapitalmarktdeliktsrechts entwickelt werden (dazu § 7).

§ 5 Geschützte Rechtsgüter

Die Regelungen des Kapitalmarktdeliktsrechts wie sie im Allgemeinen Teil vorgestellt wurden, machen nur einen geringen Teil des gesamten Kapitalmarktrechts aus. Die Regelungsziele der Haftungsvorschriften können daher nur mit Blick auf die Zielrichtung der Primärpflichten bestimmt werden; dies gilt umso mehr, als das Kapitalmarktdeliktsrecht wie gezeigt strukturell eine Haftung für die Verletzung anlegerschützender Normen des öffentlichen Kapitalmarktrechts darstellt. In diesem Kapitel sollen daher die Regelungsziele und Schutzgüter des Kapitalmarktrechts herausgearbeitet werden.

Die Regulierung von Märkten verfolgt im Allgemeinen drei Oberziele: die Aufrechterhaltung bzw. Schaffung von Wettbewerb, die Korrektur von Marktversagen infolge von Externalitäten (Funktionenschutz) sowie die Verhinderung der Ausnutzung schlechter informierter Marktteilnehmer

aufgrund von Informationsasymmetrien (Anlegerschutz).¹ Da sich das Kapitalmarktdeliktsrecht zuvörderst mit dem Schutz der Marktgegenseite befasst und nur indirekte Rückwirkungen auf das Wettbewerbsverhältnis der Emittenten entfaltet,² steht im Vordergrund der kapitalmarktrechtlichen Haftungsvorschriften die Dualität von Anlegerschutz und Funktionenschutz.³ Nach einem berühmten Wort von *Hopt* handelt es sich um zwei Seiten derselben Medaille, man könne nicht das eine fördern, ohne zugleich auch das andere zu fördern.⁴ Es ist aber nicht so, dass sich mit dieser Feststellung die Diskussion um die schützenswerten Interessen erschöpfe; sie fängt damit vielmehr erst an. Denn nur eine genauere Analyse sowohl des Anleger- als auch des Funktionenschutzes offenbart, welche Ziele das Kapitalmarktrecht im Detail verfolgt.

I. Anlegerschutz

Am Anfang jedes Kapitalmarktrechts steht der Schutz der Anleger. Denn die Anleger sind die Nachfrager auf dem Kapitalmarkt, der ohne diese Nachfrage nicht existieren könnte. Anlegerschutz ist somit kein Geschenk und erst recht kein Almosen an eine sozial schutzbedürftige Gruppe,⁵ sondern eine Notwendigkeit in einem System, das ohne die Anleger nicht auskommt.⁶ Die Kapitalallokation durch öffentliche Finanzmärkte führt dazu, dass das anzulegende Geld zu den Verwendern gelangt, die es am produktivsten einsetzen können.⁷ Anlageentscheidungen dienen damit volkswirtschaftlichen Zielen, die weit über die Renditeinteressen des betreffenden Anlegers hinausreichen. Auf der anderen Seite darf dem Anleger nicht das spezifische Risiko einer Beteiligung abgenommen werden,⁸ sofern ihm dafür eine faire Rendite als Abgeltung in Aussicht gestellt ist. In einem

¹ Anstatt vieler *Hopt/Baum*, in: *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997), S. 287, 374. Zur Förderung des Wettbewerbs im Börsenwesen siehe *Hopt/Baum*, a.a.O., S. 361 ff.

² Zur Bekämpfung fehlerhafter Ad-hoc-Publizität mit Mitteln des Lauterbarkeitsrechts siehe *Lettl*, ZGR 2003, 853.

³ Für die Prospekthaftung: *Gerber*, Prospekthaftung (2001), S. 24 ff.; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 1; für die Ad-hoc-Haftung: *Möllers*, in: *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität (2003), § 3 Rn. 24 ff.; *Sethe*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 9 ff.; für die übernahmerechtliche Haftung: *Huber*, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 68 ff.; im Zusammenhang mit allgemeinem Deliktsrecht: *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 236 ff.

⁴ *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 159. Der Sache nach auch schon *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 336 f.

⁵ Ausführlich *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 304 f.

⁶ So prägnant *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 337.

⁷ Siehe oben S. 111.

⁸ Siehe nur *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 90 f. m.w.N.

marktwirtschaftlichen System ist die Möglichkeit, Unternehmen über öffentliche Kapitalmärkte zu finanzieren schlechthin konstitutiv. Es liegt daher in dem Institut öffentlicher Kapitalmärkte selbst begründet, dass den Marktteilnehmern ein gewisser Schutz zu gewähren ist. Im Einzelnen sind jedoch eine Vielzahl von Dimensionen zu unterscheiden.

1. Schutz des individuellen Anlegers

a) Marktteilnahme als Anknüpfungspunkt des Kapitalmarktrechts

Kapitalmarktrecht ist zunächst einmal Marktrecht. Bezugspunkt sind damit primär die Marktteilnehmer, ohne dass es darauf ankäme, welche (Finanz-)Produkte sie anbieten oder erwerben.⁹ Anlegerschutz ist daher nicht zuvörderst Aktionärsschutz oder (Schuldverschreibungs-)Gläubigerschutz. Die einzelnen Anlagen unterscheiden sich aus dem Blickwinkel des Markts und des Marktrechts vor allem hinsichtlich der Charakteristika Rendite, Sicherheit und Liquidität. Erst auf einer zweiten Ebene werden diese Merkmale durch die rechtsdogmatische Ausgestaltung des Finanzierungsverhältnisses als gesellschafts- oder schuldrechtlich determiniert. Das Risikogefälle verläuft dabei zwischen den Anlagen in großen Publikumsgesellschaften und in kleinen Unternehmen und nicht etwa zwischen Aktionären und Schuldverschreibungsgläubigern.¹⁰ Ziel des Kapitalmarktrechts ist es, die ungehinderte und informierte Teilnahme am Handel mit Kapitalanlagen zu gewährleisten. Hierbei stellen sich im Ausgangspunkt die gleichen Fragen und Probleme, ohne dass die Art der gehandelten Vermögensanlage eine Rolle spielt. Nichtsdestotrotz gilt der Aktionär häufig als *pars pro toto*, was vor allem darin begründet liegt, dass Aktionäre als *residual claimants*¹¹ den Gefahren opportunistischen Verhaltens in besonderer Weise ausgesetzt sind.

b) Begriff des Anlegers

Wenn auch die Art der Regelungsprobleme gleichlaufend ist, sind doch die auf dem Markt auftretenden Anleger äußerst heterogen. Phänomenologisch gesehen gibt es *den Anleger* nicht.¹² Es gibt vielmehr Groß- und Kleinanleger, private und institutionelle Anleger, professionelle Daueranleger und unerfahrene Einmalanleger, sicherheitsbedachte Anleger und Spekulanten,

⁹ Im Gegensatz dazu sind im Börsenrecht die Händler primärer Bezugspunkt der Regulierung (und auch Teil des Regulierungsmechanismus). Zu den Hintergründen und Änderungen in letzter Zeit ausführlich *Fleckner*, 74 *Fordham L. Rev.* 2541 (2006).

¹⁰ So schon *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 335.

¹¹ Zum Begriff oben S. 144.

¹² Vgl. *Mertens*, Referat zum 51. DJT (1976), P 40.

passive Anleger und strategische Anleger.¹³ In einem Punkt treffen sich diese unterschiedlichen Anlegertypen: allen geht es darum, ihr Geld gewinnbringend anzulegen. Dieses gemeinsame Ziel ermöglicht es, die Kategorie der „Anleger“ zur Grundlage eines Regelungsmodells zu machen.

Das Recht trägt den Unterschieden der Anleger dennoch in gewisser Hinsicht Rechnung, etwa mit dem Begriff des „qualifizierten Anlegers“ in § 2 Nr. 6 WpPG und des „professionellen Kunden“ in § 31a Abs. 2 WpHG.¹⁴ Nach der generalklauselartigen Definition handelt es sich dabei um Kunden, bei denen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen davon ausgehen kann, dass sie über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Ähnlich wie bei den qualifizierten Anlegern handelt es sich zum einen um die typischen institutionellen Investoren, wie Kreditinstitute, Fonds und Versicherungen, Regierungen, internationale und supranationale Institutionen und große Unternehmen. Zum anderen können sich Privatkunden gemäß § 31a Abs. 7 WpHG als professionelle Kunden einstufen und natürliche Personen sowie kleine und mittlere Unternehmen gemäß § 27 Abs. 2 WpPG als „qualifizierte Anleger“ registrieren lassen. Dazu müssen sie jeweils mindestens zwei der drei folgenden Voraussetzungen erfüllen: (1) sie haben in den letzten vier Quartalen mindestens 10 Transaktionen pro Quartal getätigt; (2) sie halten ein Wertpapierportfolio mit einem Wert von mehr als 500.000 €; (3) sie hatten mindestens ein Jahr lang beruflich mit der Wertpapieranlage zu tun. Kapitalmarktrechtlich können daher drei Anlegergruppen unterschieden werden: Qualifizierte Anleger/professionelle Kunden, potentiell qualifizierte Anleger/professionelle Kunden und nicht-qualifizierte Anleger/Privatkunden. Damit wird versucht, den notwendigen Mindestschutz zu garantieren, ohne die wirtschaftliche Freiheit und Flexibilität derjenigen einzuschränken, die für ihren Schutz aufgrund ihrer Qualifikation, Kenntnisse und Ressourcen weitgehend selbst sorgen können.

c) Schutzbedürfnisse der Anleger

Über die verschiedenen Anlegergruppen hinweg lässt sich das generelle Ziel der gewinnbringenden Vermögensanlage in zwei große Interessen aufspalten: Auf der einen Seite steht der *Schutz des angelegten Vermögens*, auf der anderen Seite der Schutz der *Freiheit der Anlageentscheidung*, also

¹³ Übersicht bei *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 79 ff.; zum Unterschied von Institutionellen Anlegern und Privatanlegern aus ökonomischer Sicht bereits oben S. 108.

¹⁴ Dazu *Kasten*, BKR 2007, 261; *Seyfried*, WM 2006, 1375, 1376 f.; *Veil*, ZBB 2006, 162, 170 f.

letztlich der Willensentschließungsfreiheit als Teil der Willensfreiheit.¹⁵ Diese Schutzgüter sind keinesfalls immer deckungsgleich. So ist etwa aus Sicht der Vermögensinteressen eines Anlegers der Kauf eines spekulativen Wertpapiers solange nicht von Nachteil, wie der Preis die Chancen und Risiken fair widerspiegelt, die Anlage also den gezahlten Preis wert ist.¹⁶ Gleichzeitig kann es sein, dass dieselbe Anlage für die Zwecke des betreffenden Anlegers völlig ungeeignet ist und er sich beim Erwerb in einem diesbezüglichen Irrtum befand. Auf der anderen Seite kann ein Anleger fest zum Kauf einer bestimmten Aktie entschlossen sein, die auch genau zu seinem Risiko/Rendite-Profil passt, aber diese Aktie zu einem Preis erwerben, der ungerechtfertigt hoch ist und so einen Nachteil in seinem Vermögen erleiden.

aa) Professionelle Anleger

Diese beiden Interessen sind grundsätzlich bei allen Anlegerklassen gleich. Die qualifizierten Anleger zeichnen sich allerdings dadurch aus, dass sie selbst über das nötige Know-how, um ihre Anlageinteressen fachgerecht zu definieren, und über die erforderliche Expertise und personelle Ressourcen verfügen, um die dafür relevanten Informationen zu erhalten und auszuwerten. Sie treffen ihre Anlageentscheidungen ohne Hinzuziehung externer Berater aufgrund eigenen Sachverstands. Eines Schutzes ihrer Willensfreiheit auf deliktsrechtlicher Grundlage, die über die Schutzinstrumente des Vertrags- und Anfechtungsrechts hinausgeht, bedürfen sie daher grundsätzlich nicht.

bb) Privatanleger

Anders sieht es für die privaten Anleger aus. Für diese steht häufig die Adäquanz der Anlageentscheidung im Hinblick auf die eigenen Anlageziele, den Anlagehorizont, die finanziellen Möglichkeiten und die Risikobereitschaft im Vordergrund.¹⁷ Diese besonderen Schutzbedürfnisse rühren aus einer grundsätzlichen Unerfahrenheit bzw. Unwissenheit über die Funktionsmechanismen des Kapitalmarkts, die Möglichkeiten der Kapitalanlage, das Angebot an Anlagemöglichkeiten und deren Qualitätsmerk-

¹⁵ Zu einer Aufgliederung der Risiken, die sich zu der hier vorgenommenen Einteilung der Anlegerinteressen komplementär verhält, siehe *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 83 ff.

¹⁶ Zum Börsenkurs als Spiegelung der Ertragsaussichten ausführlich oben S. 112 und S. 157.

¹⁷ Siehe *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005), § 1 Rn. 24: „Dreh- und Angelpunkt des Anlegerschutzes ist die Anlageentscheidung des Investors.“ Siehe auch *Assmann*, in: *Großkomm. AktG*⁴ (1992), Einl. Rn. 373 ff.; *Mülbner*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt² (1996), S. 109.

male. Es ergibt sich ein strukturelles Ungleichgewicht zwischen den Privatanlegern und den professionellen Marktteilnehmern, seien es Emittenten oder qualifizierte Anleger, das in seiner Art an die Situation des Verbrauchers erinnert.¹⁸ Dabei ist hervorzuheben, dass dieses Ungleichgewicht gleichsam auf Seiten des Kleinanlegers und nicht des Marktes liegt. Es geht weniger um die Charakteristika einzelner Anlagemöglichkeiten als solcher, denn um die Geeignetheit der Anlage für die speziellen, den Emittenten nicht bekannten Bedürfnisse des Kleinanlegers.

(1) Schutz im Verhältnis zu Intermediären

Zur Überwindung dieses Ungleichgewichts bedienen sich die Privatanleger spezialisierter Intermediäre wie Anlagevermittler, Anlageberater, Vermögensberater und Banken, die diese Funktionen wahrnehmen. Diese Intermediäre sind nicht nur den Grundsätzen der anlagegerechten, sondern auch der *anlegergerechten* Beratung verpflichtet¹⁹ und nehmen damit Interessen wahr, die im Privatbereich der Anleger liegen und für die übrigen Marktteilnehmer nicht erkennbar sind. Darüber hinaus gibt es spezielle Arten von Anlagen, die eine Vorstrukturierung des Marktes vornehmen und ein auf die Interessen von Privatanlegern zugeschnittenes Portfolio zusammenstellen. Dazu zählen etwa Investmentfonds und synthetische Produkte wie Indexzertifikate u.ä. Der Schutz der Anlagefreiheit verstanden als Gewährleistung einer Anlageentscheidung, die die individuellen Bedürfnisse des Anlegers mit den Angeboten des Kapitalmarkts zusammenbringt, macht den Kernbereich des Anlegerschutzes im Sinne eines umfassenden Schutzes des Anlegers vor Übervorteilung aus.²⁰ Rechtsdogmatisch ist der Schutz der Anlagefreiheit im Vertragsrecht zu lozieren, im Vertragsver-

¹⁸ Zum Modell des „Verbraucher-Anlegers“ siehe etwa *Keßler*, in: Keßler/Micklitz, Anlegerschutz (2004), S. 11, 45 f. Der österreichische Gesetzgeber hat in § 5 KMG (und § 6 InvFG) i.V.m. § 1 Abs. 1 Z 2 KSchG ausdrücklich die Figur des Verbraucher-Anlegers kodifiziert, vgl. dazu *Kalss*, Anlegerinteressen (2001), S. 184 ff.

Die Frage des Verhältnisses von Anleger- und Verbraucherschutz kann hier nur gestreift werden. Ein erster augenfälliger Unterschied liegt darin, dass die Kapitalanlage gerade nicht dem „Verbrauch“ dient, sondern der Ansparung von Vermögen, i.d.R. für einen späteren Verbrauch. Der wesentliche Punkt dabei ist, dass die Anlagetätigkeit eine auf Gewinnerzielung ausgerichtete ist, während der Verbraucher typischerweise vor einer übermäßigen Gewinnerzielungsabsicht der Unternehmer geschützt werden soll. Dennoch kann es auch bei einem mit Gewinnerzielungsabsicht handelenden Kleinanleger zu einem strukturellen Ungleichgewicht gegenüber professionellen Marktteilnehmern kommen, das einen entsprechenden rechtlichen Schutz verlangt. Dies ist jedoch kein „Verbraucherschutz“ im üblichen Sinne, da dem Kleinanleger die grundsätzliche Risikogeneignetheit seines Verhaltens im Regelfall bewusst sein wird, so dass es nur noch darum geht, ihn vor ausbeuterischem Verhalten durch die professionellen Marktteilnehmer zu schützen.

¹⁹ Grundlegend BGHZ 123, 126.

²⁰ Siehe *Rothenhöfer*, Anlegerschutz (2007), S. 38 ff.

hältnis zwischen Anleger und Intermediär.²¹ Dieses Vertragsverhältnis ist für die Frage des Anlegerschutzes schon deshalb zentral, weil es für den Anleger wiederum eine Abwägungsfrage am Markt für Anlegerintermediäre ist, welche Art von Hilfestellung für die Anlageentscheidung er in Anspruch nehmen will, verbundenen mit einer entsprechenden Pflichtdichte des Beraters und damit korrespondierender Haftung.²² Weitere Schutzbedürfnisse hängen etwa mit bestimmten Vertriebsformen wie dem Fernabsatz von Finanzdienstleistungen zusammen und werden nach §§ 312b Abs. 1. S. 2, 312d Abs. 6 BGB durch spezifische Regelungsinstrumente des Verbraucherrechts befriedigt.

(2) Schutz im Verhältnis zu Emittenten

Selbstverständlich kommt auch dem Emittenten die Aufgabe zu, wahrheitsgemäß und vollständig über die Risiken der Anlage zu informieren, siehe etwa § 8g VerkProspG und § 5 Abs. 1 und 2 WpPG. Diese Informationen spiegeln sich dann in der Preisbildung für die Anlagen wider. Auf gut funktionierenden Kapitalmärkten erwirbt ein Privatanleger, der sich die Chancen und Risiken einer Anlage nicht selbst vergewärtigt hat, diese grundsätzlich trotzdem zu einem fairen Preis, da der Gleichgewichtspreis diese Informationen verarbeitet.²³ Wenn der Emittent falsche Angaben zu den Risiken der Anlage macht, äußert sich dies in einem falschen Preis und nicht in einer *darüber hinausreichenden* Beeinträchtigung der individuellen Willensentschließung. Sofern ein Anleger geltend macht, die Anlage ohne die Fehlinformation gar nicht erworben zu haben, ist dies jedenfalls bei Anlageformen mit funktionierenden Sekundärmärkten unbeachtlich. Denn in diesem Fall steht es ihm frei, sich jederzeit von der ungewollten Anlage wieder zu trennen und den durch den ursprünglichen Minderwert erlittenen Vermögensverlust beim Emittenten zu liquidieren. Die individuelle Willensfreiheit bleibt davon unberührt.²⁴ Diese wird nur in ganz besonderen Ausnahmefällen beeinträchtigt, wenn etwa ein Unternehmen fälschlich mit einer besonders umweltfreundlichen Unternehmenspolitik oder ähnlichem wirbt und ein Anleger gerade aus ökologischen Gesichtspunkten die Anlage erwirbt. Diese Probleme können getrost dem Strafrecht überlassen werden, das in Form der Lehre von der Zweckverfehlung beim

²¹ Grundlegend *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 375 ff., 391 ff. Vgl. auch *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 19; *Weber*, Kapitalmarktrecht (1999), S. 387. Vgl. *Fleischer*, AcP 200 (2000), 91, 108 ff.: bei der culpa in contrahendo wird die Willensfreiheit geschützt.

²² Zu den Grenzen und einer verbleibenden Eigenverantwortung für „objektiv unvernünftige“ Aufträge eines hinreichend aufgeklärten und gewarnten Kunden siehe BGHZ 147, 343, 349; BGH NJW-RR 2004, 484, 485.

²³ Siehe oben S. 123 ff.

²⁴ Vgl. *Wagner*, ZGR 2008, III 5 (im Erscheinen).

Betrug das passende Handwerkszeug bereithält.²⁵ Schutzgut des Kapitalmarktdeliktsrechts ist das Vermögen des Anlegers; eventuell über die Vermögensinteressen hinausreichende ideelle Ziele sind anderweitig zu schützen.

cc) Schlussfolgerungen

Es bleibt daher festzuhalten, dass im Rahmen eines umfassenden Anlegerschutzes die Dimensionen Anlegervermögensschutz und Anlagefreiheit zu unterscheiden sind. Bezogen auf die kapitalmarktrechtliche Bedeutung des Anlegerschutzes²⁶ kommt dieser Unterscheidung erhebliche Bedeutung in der rechtlichen Behandlung zu. So fällt der Schutz der Anlagefreiheit im Ausgangspunkt in den Verantwortungsbereich des einzelnen Anlegers und nicht in den Bereich der Emittenten, denen bereits das erforderliche Wissen über die Anlageziele, Risikoprofile und finanziellen Kapazitäten der einzelnen Anleger fehlt. Sofern sich der Anleger eines Intermediärs bedient, stellt sich auch in diesem Verhältnis die Frage des Anlegerschutzes, streng genommen die des *Schutzes beim Anlagenvertrieb*. In zeitlicher Hinsicht handelt es sich um die Phase der Entscheidungsfindung vor Erwerb einer Anlage. Dagegen erlangt der kapitalmarktrechtliche Anlegervermögensschutz Bedeutung im Zeitpunkt des Kaufs oder Verkaufs der Anlage, wenn es darum geht sicherzustellen, dass der Preis den wirklichen Wert der Anlage widerspiegelt. Dies kommt in § 44 BörsG zum Ausdruck, der auf den „Erwerber von Wertpapieren“ abstellt sowie beim Transaktionserfordernis der §§ 37b, 37c WpHG.

2. Schutz des Publikums

a) Begriff des Publikums

Neben der Anknüpfung an den einzelnen Anleger steht im eigentlichen Anlageverhältnis zwischen Emittenten und Anlegern der Schutz des „Publikums“ im Vordergrund, wie er etwa in § 5 Abs. 1 S. 1 WpPG niedergelegt ist, wo es heißt, der Prospekt solle dem Publikum ein zutreffendes Urteil ermöglichen. Hierin liegt eine Akzentverschiebung weg vom einzelnen Anleger als Individuum, hin zum *Kollektiv der Anleger* als Teilnehmer des Kapitalmarkts. Der Schutz des Publikums leitet den Übergang vom Anleger- zum Funktionenschutz ein.²⁷ Das Publikum steht gleichsam für die institutionalisierte Seite des Anlegerschutzes, bei der von den Unterschieden der individuellen Anleger, wie sie beim Anlagenvertrieb im

²⁵ Siehe nur *Cramer*, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 263 Rn. 105.

²⁶ In Abgrenzung etwa zu einem gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz. Vgl. auch unten S. 188.

²⁷ *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 415.

Vordergrund stehen („*anlegergerechte Beratung*“), abstrahiert und der Anleger in Bezug genommen wird, insofern er als Teilnehmer am Gesamtmarkt anbietet oder nachfragt. Dabei kommt es offensichtlich nicht mehr auf die individuelle Motivation zum Handeln an, sondern auf das Ergebnis in Form des an den Markt gelangten Angebots zum Kauf oder Verkauf einer Vermögensanlage.

b) *Zivilrechtlicher Schutz des Publikums*

Vor diesem Hintergrund wird teilweise angezweifelt, dass das Publikum als Gesamtheit der Anleger überhaupt noch zu den Individualschutzberechtigten gehört. So wurde etwa vor Erlass der §§ 37b, 37c WpHG vertreten, die Ad-hoc-Publizität diene zwar der Gesamtheit der Anleger, nicht aber dem Schutz jedes individuellen Anlegers und könne daher nicht Grundlage von Schadensersatzansprüchen sein.²⁸ Auch soll der Kursbetrug (§ 88 BörsG a.F.) nach Auffassung des BGH zwar die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung mit ihrer für das gesamte Wirtschaftsleben weit reichenden Bedeutung schützen und dabei auch eine Schutzwirkung zugunsten des einzelnen Kapitalanlegers entfalten, diesem aber nicht direkt, sondern lediglich als eine Reflexwirkung des Gesetzes zukommen. Eine solche reflexartige Schutzwirkung könne nicht Grundlage eines Schadensersatzanspruchs gemäß § 823 Abs. 2 BGB sein.²⁹

Wenn man sich jedoch verdeutlicht, welche Interessen das Publikum als Inbegriff aller am Markt vertretenen Anleger verfolgt, steht im Vordergrund das *Interesse an einer korrekten Preisbildung*. Dabei kommen sowohl institutionelle als auch individuelle Aspekte zum Tragen: Zunächst benötigt ein Kapitalmarkt zu seinem Funktionieren ein Mindestmaß an Vertrauen in die Seriosität der Emittenten. Ansonsten werden Anleger unabhängig von der Qualität der Anlagen stets nur bereit sein, einen durchschnittlichen Preis zu bezahlen, der den Markt für überdurchschnittliche Emittenten unattraktiv macht und so den Durchschnitt weiter absenkt, bis es schließlich zu einem Zusammenbruch des Gesamtmarkts kommt.³⁰ Die Verhinderung von informationsbedingtem Marktversagen stellt sicherlich zunächst einmal ein institutionelles, möglicherweise auch überindividuelles Interesse dar. Auf der anderen Seite führt jede Störung des Preisbildungsprozesses aber auch dazu, dass eine Großzahl von Anlegern einen *direkten*, nicht lediglich reflexartigen finanziellen Verlust erleidet. Die Tatsache, dass am Gesamtmarkt von der individuellen *Motivation* des Einzelnen abstrahiert wird, darf nicht zu der Fehlannahme verleiten, dass auch

²⁸ Siehe stellvertretend *Kümpel*, in: Assmann/Schneider, WpHG² (1999), § 15 Rn. 188 m.w.N.

²⁹ BGHZ 160, 134, 140.

³⁰ Vgl. *Akerlof*, 84 Q. J. Econ. 488, 489 et seq. (1970).

das individuelle *Vermögen* keine Rolle spielt. Kapitalmarktdelikte führen zu einem direkten Vermögensabfluss. Auch auf dem Sekundärmarkt kommt es nicht zu reinen Umverteilungen innerhalb des „Publikums“, weil in einer Welt mit Insiderhandel die Chance, zu den Verlierern zu gehören, überdurchschnittlich hoch ist.³¹

c) *Publikumsschutz als Kernaufgabe des Kapitalmarktdeliktsrechts*

Der Schutz des Publikums macht daher den Kernbereich des Kapitalmarktdeliktsrechts verstanden als Recht des Anlegervermögensschutzes aus und ist nicht etwa ein begründungsbedürftiger Sonderfall. Im Mittelpunkt des Marktrechts steht der Schutz der Marktteilnehmer vor manipulativen Eingriffen in den Marktprozess. Marktrecht dient also nicht dazu, individuelle Willensentschlüsse zu schützen, wie es etwa Aufgabe des sich an das Verbraucherschutzrecht anlehnenen Anlagenvertriebsrechts ist. Es ist nicht überzeugend, über die Hintertür den Schutz der individuellen Willensfreiheit in das Marktrecht einzuführen, indem man behauptet, die einzelne Anlageentscheidung stelle die Kehrseite des Preisbildungsmechanismus dar.³² Letztlich liegt den Theorien, die auf die individuellen Anlageentscheidungen einzelner Investoren abstellen, die unausgesprochene Parallele zur irrtumsbedingten Selbstschädigung, wie sie paradigmatisch im Tatbestand des Betrugs zum Ausdruck kommt, zugrunde.³³ Kapitalmarktdelikte sind aber kein „Betrug an einer Vielzahl von Anlegern“, sondern werden durch einen verzerrenden Eingriff in den freien Wettbewerb der Anbieter und Nachfrager auf dem Markt für Finanzprodukte charakterisiert. Der Schutz des Publikums ist etwas qualitativ anderes als der Schutz der Anlageentscheidung jeden einzelnen Anlegers. Denn ein schützenswertes Interesse haben auch all die Anleger, die ohne Kenntnis der manipulativen Information handeln, also keinerlei Beeinträchtigung der Willensfreiheit unterliegen. Sie werden durch den verfälschten Preis genauso geschädigt, ohne dass es darauf ankommt, ob sie in persona Kenntnis einer Fehlinformation haben. Dies zeigt sich besonders anschaulich, wenn man sich Fälle pflichtwidrig unterlassener Publizität vor Augen führt, in denen strukturell dieselbe Art von Schädigung auftritt. In diesen Fällen kommt es aber nicht zu einer Einwirkung auf individuelle Anlageentscheidungen der Geschädigten, da diese gerade keine Kenntnis von dem preisverzerrenden Unterlassen haben.³⁴ Dasselbe gilt für Fälle handelsge-

³¹ Ausführlich dazu oben S. 143.

³² So aber *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 96.

³³ Dazu *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2003.

³⁴ Im Falle der pflichtwidrig unterlassenen Publizität hat der BGH noch keine Kausalitätsanforderungen aufgestellt. In der EM.TV-Entscheidung ist lediglich davon die Rede, dass solche Anleger, die von einem „fest beabsichtigten Verkauf der Aktien Abstand

stützter Marktmanipulation, in denen die Preisverzerrung das Ergebnis bestimmter Handelspraktiken nachfragemächtiger Handelsteilnehmer ist. Auch hier erleiden die nicht eingeweihten Anleger einen Schaden durch die Preismanipulation, ohne dass es auf die Motive für ihre Transaktionen ankäme. Schutzgut des Kapitalmarktrechts und somit auch des Kapitalmarktdeliktsrechts ist zuvörderst der Marktprozess wie es die amerikanische Doktrin mit der Formel des "fraud-on-the-market" zum Ausdruck bringt.³⁵ Dies ist aber gerade kein überindividuelles, rein institutionelles Interesse; die für das gesamte Wirtschaftsleben weit reichende Bedeutung des Preisbildungsprozesses zeigt sich vielmehr in erster Linie darin, dass bei seiner Verfälschung eine Vielzahl von Anlegern einen Vermögensverlust erleiden. Diese Art von Schädigung ist aber notwendigerweise eine des „Publikums“ und nicht individueller Anleger. Wenn ein Kleinanleger etwa durch falsche Anlageberatung veranlasst, sich bereit erklärt, für ein Wertpapier einen ungerechtfertigt hohen Preis zu bezahlen, ist dies eine Selbstschädigung, die auf Ebene des Marktes keinerlei Auswirkungen entfaltet, sondern vielmehr durch besser informierte Anleger zu einem risikolosen Arbitragegewinn genutzt wird.³⁶ Der Schutz des Marktprozesses ist daher keine vorgelagerte Stufe zum Schutz der Willensfreiheit, sondern etwas substantiell Verschiedenes. Wer versucht, den Markt über die Willensfreiheit der einzelnen Anleger zu schützen, wie es etwa der BGH unternommen hat,³⁷ evoziert zudem ein paradoxes Ergebnis: Geschützt werden ausschließlich diejenigen Anleger, die beweisen können, dass ihre Anlageentscheidungen kausal durch eine fehlerhafte Information hervorgerufen wurden.³⁸ Für den typischen Kleinanleger ist es aber gar nicht rational, Nachrichten und Informationen über den Emittenten zu verfolgen, da sie auf Kapitalmärkten, die die Voraussetzungen der semistarken Informationseffizienz einigermaßen erfüllen, ohnehin keinen vermögens-

genommen haben“ anspruchsberechtigt sein könnten, vgl. BGH NJW 2005, 2450, 2453. Im Zweifel müssten solche Anleger wohl nachweisen, dass sie im Falle der pflichtgemäßen Veröffentlichung der Meldung diese mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit zur Kenntnis genommen hätten. Ein solcher Beweis ist ohne Beweiserleichterungen nicht zu führen, obwohl außer Frage steht, dass ein durch pflichtwidrige Unterlassungen manipulierter Marktpreis zu einer direkten Schädigung aller Anleger führt, die zu überhöhten Preisen kaufen bzw. zu künstlich niedrig gehaltenen Preisen verkaufen.

³⁵ *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 96, 108. Zur fraud-on-the-market-Doktrin ausführlich oben S. 94 ff.

³⁶ Ausführlich oben S. 125 f.

³⁷ Siehe BGH NZG 2007, 708, 711: „Geschützt wird sowohl im Bereich des Primärmarktes der so genannten Verkaufsprospekthaftung als auch bei der den Sekundärmarkt betreffenden Informationsdeliktshaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen die Integrität der Willensentschließung des potenziellen Anlegers vor einer unlauteren irreführenden Beeinträchtigung durch falsche Prospekt- oder Ad-hoc-Publizität“.

³⁸ So BGHZ 160, 134, 144; BGH NJW 2005, 2450, 2453.

werten Vorteil daraus ziehen können.³⁹ Für einen rational handelnden Privatanleger ist es besser, seine Anlageentscheidungen davon abhängig zu machen, welche Wertpapiere die eigenen Risiko/Rendite-Erwartungen erfüllen und zum Zeitpunkt eines voraussichtlichen Konsumbedarfs einen liquiden Sekundärmarkt erwarten lassen, als in der Selbstüberschätzung des Privatspekulanten nach vermeintlichen Geheimtipps zu suchen, um sich dann durch professionelle Arbitrageure ausnehmen bzw. in eine spekulative Blase treiben zu lassen. Die Rechtsprechung des BGH begünstigt einerseits professionelle Marktteilnehmer, die auf institutionalisierte Art und Weise alle Entwicklungen am Markt verfolgen, und andererseits solche spekulativen Privatanleger, die aller Wahrscheinlichkeit nach Ressourcen unnütz aufwenden, um ein Anlageergebnis zu erzielen, das in der Mehrzahl der Fälle nicht oberhalb der Rendite eines aufgrund einer passiven Anlagestrategie die Gegebenheiten eines bestimmten Marktes nachzeichnenden Aktienportfolios etwa der DAX-Werte liegen wird. Ein Schutz des „Publikums“ wird damit gerade nicht erreicht. Demgegenüber erfasst das marktbasierende Schutzmodell alle Anleger, die zu verfälschten Preisen gehandelt haben, ohne fragwürdig einseitig zu privilegieren.

d) Kein kapitalmarktdeliktsrechtlicher Schutz von Anlageentscheidungen

Der Schutz der Anlageentscheidungen wird nicht durch das Marktrecht gewährleistet. Vielmehr fallen die Motive zum Erwerb einer Anlage grundsätzlich in den eigenen Verantwortungsbereich der Anleger. Um insoweit auf dem Kapitalmarkt einen Mindestschutz zu gewährleisten, werden private Kleinanleger nicht selbst als Händler an organisierten Märkten zugelassen, § 19 BörsG. Dadurch entsteht die Notwendigkeit, einen Intermediär zu beauftragen und somit ein Einfallstor für vertriebsbezogenen Anlegerschutz, weil Intermediäre den grundlegenden Informations- und Aufklärungspflichten gemäß § 31 WpHG unterliegen.⁴⁰ Diese Pflichten schaffen die institutionelle Grundlage funktionierender Kapitalmärkte, indem sie Anlegervertrauen begründen und damit ein informationsbedingtes Marktversagen verhindern.⁴¹ Sie dienen daher über die einzelne Vertragsbeziehung zwischen individuellem Anleger und Intermediär hinaus auch dem Publikum als Gesamtheit der Anleger. Folgerichtig hat die h.M. einen deliktsrechtlichen Schutz der Informations- und Aufklärungspflichten aner-

³⁹ Siehe oben S. 124.

⁴⁰ Möllers, ZGR 1997, 334, 348 f. Aus der Rechtsprechung siehe etwa BGHZ 142, 345, 354 ff.: auch sog. Discount-Broker unterliegen einem Mindestmaß an Informations- und Aufklärungspflichten.

⁴¹ Ausführlich Brandt, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage (2002), S. 46 ff.; siehe auch Rothenhöfer, Anlegerschutz (2007), S. 40 ff.

kannt und die §§ 31, 32 WpHG (a.F.) zu Schutzgesetzen i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB erklärt.⁴²

3. Vom Anleger- zum Funktionenschutz: Marktschutz durch Marktteilnehmerschutz

Durch die Anerkennung zivilrechtlich relevanter Interessen des Publikums, verstanden als das Kollektiv der am Markt teilnehmenden Anleger, ist der entscheidende Schritt getan hin zu einem weiteren wichtigen Grund für die Gewährung zivilrechtlicher Ansprüche. Der Markt kann mangels Rechtssubjektivität nicht selbst Inhaber von Abwehransprüchen gegen manipulatives Verhalten sein. Als überindividuelles Konstrukt kann der Marktprozess einerseits dadurch geschützt werden, dass hoheitlich steuernd eingegriffen wird. Dies geschieht etwa indem mittels Gesetzes Marktzugangsschranken geschaffen werden, z.B. in Form von Genehmigungspflichten für das Betreiben von Kreditinstituten (§ 32 KWG) oder auch für die Anleger in Form absoluter oder relativer Hürden wie sie etwa § 19 BörsG (Zulassung zur Börse) aufstellt. Selbstverständlich gibt es auch öffentlich-rechtliche Mittel, um Eingriffe in den Marktprozess zu verfolgen und bereits ex ante präventiv zu unterbinden, namentlich durch Vorschriften wie §§ 20a, 38, 39 WpHG.⁴³ Dennoch ist etwa hinsichtlich der Unternehmensskandale am „Neuen Markt“ bisher nur eine einzige Verurteilung wegen Kursmanipulation zu verzeichnen.⁴⁴ Haupthindernis auf rechtlicher Ebene sind Beweisprobleme hinsichtlich von Taterfolg und Kausalität.⁴⁵ Zugrunde liegen aber auch erhebliche tatsächliche Probleme bei der Auf-

⁴² LG Hamburg NJW 2004, 2757, 2758; ähnlich in der Tendenz, aber im Ergebnis noch offen gelassen BGHZ 162, 306, 311. Siehe auch BGHZ 170, 226, 232. Aus dem Schrifttum *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 160; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), Vor § 31 Rn. 17; *Lang*, Informationspflichten (2003), § 6 Rn. 20 ff.; *Schäfer*, in: ders., Wertpapierhandelsgesetz u.a. (1999), Vor § 31 WpHG Rn. 9; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), vor § 31 WpHG Rn. 9; a.A.; *Leisch*, Informationspflichten nach § 31 WpHG (2004), S. 86 ff. Dagegen war § 32 Abs. 2 Nr. 1 WpHG a.F., der sich an die Geschäftsleiter persönlich wandte, kein Schutzgesetz, siehe BGH NJW 2008, 1734, 1735 f. (zur Veröffentlichung in BGHZ vorgesehen).

⁴³ Dazu umfassend *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt (2007). Siehe auch *Haouache*, Börsenaufsicht durch Strafrecht (1996); *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung (2000); *Trüstedt*, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen (2004).

⁴⁴ LG München I NStZ 2004, 291. Es handelte sich dabei um einen besonders krassen Fall, in dem der Hauptangeklagte einen Großteil des angeblichen Geschäftsbetriebs des Unternehmens nur fingiert hatte. Im Fall EM.TV wurde die Verurteilung dagegen auf § 400 AktG gestützt, BGHSt 49, 381 = NJW 2005, 445. Auch im Verfahren gegen *Alexander Falk* und andere vor dem LG Hamburg wurde nur nach § 400 AktG verurteilt und der Vorwurf der Marktmanipulation eingestellt, vgl. FAZ vom 10.5.2008, S. 21 („Vier Jahre Haft für Hamburger Verlagserberben Falk“).

⁴⁵ Ausführlich dazu mit Lösungsvorschlägen bereits *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000.

klärung und Verfolgung solcher Taten komplexer Wirtschaftskriminalität, wie sie vom 5. Strafsenat des BGH unter Vorsitz der nunmehrigen Generalbundesanwältin *Harms* in eindringlicher Deutlichkeit auf den Punkt gebracht wurden.⁴⁶ Es wäre naiv zu erwarten, dass von dieser Art der Strafverfolgung eine hinreichende Abschreckungswirkung ausgeht.⁴⁷ So zeigen umfangreiche empirische Ländervergleiche, dass eine statistisch signifikante Korrelation zwischen entwickelten Kapitalmärkten und privaten Rechtdurchsetzungsmechanismen besteht, während sich öffentlich-rechtliche Kapitalmarktrechtsdurchsetzung, etwa durch Aufsichtsbehörden oder Strafverfolgung, nicht im Entwicklungsstand der Märkte niederschlägt.⁴⁸ Dies impliziert, dass der Marktprozess nur dadurch effektiv geschützt werden kann, dass die einzelnen Marktteilnehmer im Interesse des Gesamtmarkts und somit letztlich aus Gründen des Funktionsschutzes mit subjektiven Ansprüchen ausgestattet werden.⁴⁹ Allein die behördliche Durchsetzung von Normen spricht nicht gegen eine darüber hinausreichende privatrechtliche Relevanz.⁵⁰ Dieses Prinzip ist im amerikanischen Kapitalmarktrecht seit langem verankert⁵¹ und findet zunehmend auch im deutschen kapitalmarktrechtlichen Schrifttum Unterstützung.⁵²

⁴⁶ BGHSt 50, 299, 308 f. = NJW 2006, 925, 929.

⁴⁷ Siehe auch die Ergebnisse der empirischen Untersuchung von *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit (2006), S. 45 ff., der zum Ergebnis kommt (ebd., S. 157), dass nur ein Bruchteil von Insidergeschäften aufgedeckt wird. Eine Verbesserung der Präventionswirkung sieht dagegen *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt (2007), S. 359. Kritisch aus rechtsstaatlichen Gründen *Hild*, Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung des Kapitalmarktes (2004), S. 204.

⁴⁸ *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, 61 J. Fin. 1 (2006). Anders *Jackson/Roe*, Public and Private Enforcement of Securities Laws, Working Paper 2008, wonach es bei der öffentlichen Rechtdurchsetzung entscheidend auf die Ressourcen der Behörden ankommen soll. Der Befund bleibt jedoch gleich: in Deutschland beschäftigen die Kapitalmarktaufsichtsbehörden nur 4,43 Mitarbeiter pro Million Einwohner im Gegensatz zu 23,29 in den USA. Zur Art der öffentlichen Rechtdurchsetzung im Kapitalmarktrecht im Vergleich USA – Deutschland siehe auch *Coffee*, 156 U. Pa. L. Rev. 229, 279 et seq. (2007).

⁴⁹ Vorbild eines solchen Regelungsmodells ist die "Qui tam action" (kurz für: qui tam pro domino rege quam pro se ipso in hac parte sequitur, zu deutsch: wer sowohl für den König als auch für sich selbst in dieser Angelegenheit klagt) des amerikanischen Rechts, die Private (insbesondere Wettbewerber) dafür belohnt, dass sie Betrügereien zu Lasten des Staates aufdecken. Dazu ausführlich *Fisch*, 60 (4) Law & Contemp. Probs 167 (1997). Zur Geschichte der Qui tam action *o.V.*, 1972 Wash. U. L. Q. 81.

⁵⁰ *Mestmäcker*, Das Verhältnis des Rechts der Wettbewerbsbeschränkungen zum Privatrecht, in: ders., Recht und ökonomisches Gesetz² (1984), S. 369, 377.

⁵¹ Z.B. *Buxbaum*, Die private Klage als Mittel zur Durchsetzung wirtschaftspolitischer Rechtsnormen (1972), S. 10 ff.

⁵² Siehe etwa *Assmann*, ZBB 1989, 49, 61; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 145; *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 17 f.; *Hopt*, in: FS Heinsius (1991), S. 289, 303 f.; *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748, 771 ff.; *K. Schmidt*, in: FS Canaris (2007), Bd. 1, S. 1175, 1179. Siehe auch *Wagner*, AcP 206 (2006), 352. Monographisch *Miller*,

Der Übergang von der durch Erwägungen des Sozialschutzes geprägten Gewährleistung der Anlagefreiheit hin zum Schutz des Publikums ermöglicht eine Weitung des Blicks bezüglich der Gründe, weshalb Anlegern subjektive Rechtspositionen zuerkannt werden, deren Verletzung (delikts-)haftungsrechtliche Folgen nach sich zieht. Sofern man anerkennt, dass Kapitalmarkthaftung ihre Rechtfertigung (auch) in der Gefahr informationsbedingten Marktversagens findet,⁵³ ist der erste Schritt getan, Kapitalmarktdeliktsrecht als Marktschutz durch Marktteilnehmerschutz zu begreifen. Wie noch zu zeigen sein wird, erweitert sich der Schutz der Institution Markt im Falle der Kapitalmarkthaftung sogar hin zu einem Schutz der Institution Unternehmen durch die Förderung guter Corporate Governance.⁵⁴

Anleger sind auf einen funktionierenden Kapitalmarkt angewiesen und vertrauen durch ihre Marktteilnahme auf die Integrität des Preisbildungsprozesses. Sie sind zuvörderst die Leidtragenden manipulativer Markteingriffe und haben daher besonders gute Anreize, durch privates Engagement für einen funktionierenden Markt zu sorgen. Dass der Kapitalmarkt (auch) wichtigen öffentlichen Interessen namentlich der Volkswirtschaft dient, steht dem nicht entgegen. Nur weil ein Vorgang das öffentliche Interesse tangiert, ist er noch lange nicht dem öffentlichen Recht zuzuordnen.⁵⁵ Vielmehr ist das Kapitalmarktrecht geradezu paradigmatisch für die Austauschbarkeit öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Regulierung. Beispielhaft zu nennen sind hier die aufsichtsrechtliche Verankerung eines Mindestmaßes an vertraglichen Nebenpflichten in § 31 WpHG, die Statuierung einer öffentlich-rechtlichen Pflicht zur Abgabe eines Aktienerwerbsangebots in § 35 WpÜG sowie die doppelte Sanktionierung fehlerhafter Publizitätspflichten durch Ordnungswidrigkeitenrecht und Tatbestände wie §§ 37b und 37c WpHG. Der Kernbestand des Kapitalmarktrechts hat vor diesem Hintergrund längst eine Doppelbedeutung sowohl für das Kapitalmarktaufsichts- als auch für das Kapitalanlegerrecht gewonnen. Die Janusköpfigkeit von Anleger- und Funktionenschutz hat sich in einer fehlenden Unterscheidbarkeit von Aufsichtsrecht und Marktteilnehmerrecht niedergeschlagen. Vor diesem Hintergrund wurde für die Schweiz jüngst vorgeschlagen, auch verfahrensrechtlich eine Vereinheitlichung zu bewirken und ein „Bank- und Finanzmarktgericht“ als integriertes Fachgericht mit verwaltungs- und zivilrechtlichen Kompetenzen zu schaffen.⁵⁶

Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle (2003); a.A. aber z.B. *Bachmann*, in: *Bachmann u.a.*, Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 93, 121.

⁵³ Zu diesem Ansatz *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 273 ff.

⁵⁴ Dazu sogleich unten S. 186 ff.

⁵⁵ Vgl. *Mestmäcker*, Das Verhältnis des Rechts der Wettbewerbsbeschränkungen zum Privatrecht, in: ders., Recht und ökonomisches Gesetz² (1984), S. 369, 371.

⁵⁶ *Kilgus*, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht (2007), S. 428 ff.

Der wichtigste Einwand dagegen, den Schutz des Marktes in die Hände derjenigen zu legen, die das größte Interesse an seiner Funktion haben, ist die Sorge vor einer überzogenen Haftung. Gerade sanktionierende Eingriffe in das Handeln am Markt bergen die Gefahr, statt Wettbewerbsförderung zu betreiben, das schleichende Ende des Marktprozesses einzuläuten.⁵⁷ Letztlich sind diese Bedenken aber vor allem im Verhältnis der Wettbewerber angebracht, in welchem weniger erfolgreiche Konkurrenten versucht sein könnten, mangelnden wirtschaftlichen Erfolg auf dem Parkett der Justiz wettzumachen. Soweit es um Rechte der Marktgegenseite geht, sind grundsätzlich alle Anbieter gleichermaßen betroffen, so dass der Gesamtwettbewerb prima facie weitaus weniger beeinträchtigt wird. Zudem geht der typische Einwand, bei einer Schädigung im Wettbewerb stelle der Erfolg des einen den Schaden der anderen dar,⁵⁸ insoweit ins Leere, als es nicht um den Ersatz der – zweifellos auch vorhandenen – Schäden von Mit-Emittenten geht, sondern um den Schutz derjenigen, die grundsätzlich bereit sind, volkswirtschaftlich benötigtes Risikokapital zur Verfügung zu stellen und dabei über ihre Renditechancen als Beurteilungsgrundlage einer effizienten Kapitalallokation getäuscht werden.

II. Funktionenschutz

Das zweite Regelungsziel des Kapitalmarktrechts ist der Funktionenschutz.⁵⁹ Damit wird ein überindividuelles Rechtsgut bezeichnet, die Funktions- und Leistungsfähigkeit von Einrichtungen und Ablaufmechanismen, denen wichtige Aufgaben wirtschaftlicher und sozialer Steuerung übertragen sind. Schutzziel ist die Sicherung des Anlegervertrauens als Grundlage dafür, dass den Unternehmen das gesamtwirtschaftlich erforderliche und gewünschte Investitionskapital zur Verfügung gestellt wird.⁶⁰ Vertrauen ist aus ökonomischer Sicht definiert worden als die freiwillige Erbringung einer riskanten Vorleistung unter Verzicht auf explizite vertragliche Sicherungs- und Kontrollmaßnahmen gegen opportunistisches Verhalten in der Erwartung, dass sich der andere, trotz Fehlen solcher Schutzmaßnahmen nicht opportunistisch verhalten wird.⁶¹ Nur wenn Vertrauen in

⁵⁷ Deshalb ist auch vorsätzliches Handeln grundsätzlich nur haftungsbegründend, wenn es zugleich rechtswidrig ist, siehe *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 75 I 2. c) (S. 351 f.).

⁵⁸ Vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 75 I 2. c) (S. 351).

⁵⁹ Der Funktionenschutz ist nicht gleich dem Institutionenschutz, verstanden als Bestandsschutz für vorhandene Institutionen wie Notenbanken, Börsen oder Banken. Zu letzterem kritisch *Engels*, in: ders., Anlegerschutz und Vertrauensbildung (1992), S. 11, 25 ff.

⁶⁰ *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht⁶ (2006), S. 469.

⁶¹ *Ripperger*, Ökonomik des Vertrauens (1998), S. 45; siehe auch *Krystek*, in: FS Pohle (2003), S. 291.

die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts herrscht, kann dieser seine volkswirtschaftlich wichtigen Funktionen⁶² in einer sowohl für Anleger als auch für Emittenten optimalen Hinsicht erfüllen. Denn andernfalls werden die Anleger einen Risikoaufschlag für die Gefahr opportunistischen Verhaltens durch die Emittenten verlangen, was sich in der Kehrseite negativ auf die Kapitalkosten der Emittenten niederschlägt.⁶³ Von einem kooperativen, vertrauensvollen Verhalten würden auf lange Sicht also alle Marktteilnehmer profitieren. Auf der anderen Seite gibt es immer wieder Anreize für einzelne Emittenten, sich um eines individuellen Vorteils willen opportunistisch zu verhalten.

Vertrauen kann einerseits dadurch gefördert werden, dass die Anreize zu einem kooperativen Verhalten durch Erhöhung des Nutzens des Vertrauensnehmers gefördert werden, andererseits ergeben sich Anreize aus Handlungsrestriktionen, die dem Vertrauensnehmer auferlegt sind.⁶⁴ Aufgabe des Kapitalmarktrechts als Funktionenschutz ist es, die ökonomisch erwünschte Vertrauensbildung auf Kapitalmärkten dadurch zu ermöglichen, dass den Akteuren derartige Handlungsrestriktionen auferlegt werden, die opportunistisches Verhalten eindämmen, ohne auf der anderen Seite wirtschaftlich erwünschte Kooperation zu erschweren.

Im Einzelnen sind zunächst die verschiedenen Dimensionen zu entfalten, in denen der Kapitalmarkt ökonomisch schützenswerte Funktionen erfüllt (unter 1.). Darauf sollen die Konsequenzen möglicher Kapitalmarktineffizienzen für das rechtliche Schutzkonzept des Marktes näher beleuchtet werden (unter 2.), ehe abschließend die Perspektive des Funktionenschutzes im engeren Sinn als funktionellen Schutz der Anbieter am Kapitalmarkt zu einem Funktionenschutz des Markts im weiteren Sinne erweitert wird (unter 3.).

1. *Herkömmliche Dimensionen des Schutzes*

In der kapitalmarktrechtlichen Literatur werden im Allgemeinen drei Funktionsschutzziele unterschieden: die institutionelle Effizienz, die operationale Effizienz und die alloкатive Effizienz.⁶⁵

a) *Institutionelle Effizienz*

Die institutionelle Effizienz eines Kapitalmarkts ist gegeben, wenn tatsächlich und rechtlich ein geeigneter Marktmechanismus gewährleistet ist.⁶⁶

⁶² Zu diesen ausführlich oben S. 111 ff. und S. 119 ff.

⁶³ Zur Renditeerwartung als Kehrseite der Kapitalkosten bereits oben S. 115.

⁶⁴ Ripperger, *Ökonomik des Vertrauens* (1998), S. 159.

⁶⁵ Assmann, *Prospekthaftung* (1985), S. 25 f.; ders., in: *Großkomm. AktG*⁴ (1992), Einl. Rn. 358 ff.; *Brellocks*, *Publizität und Haftung* (2005), S. 20 f.; *Horst*, *Kapitalanlegerschutz* (1987), S. 216 ff.; *Kübler/Assmann*, *Gesellschaftsrecht*⁶ (2006), S. 469.

Ein solcher umfasst den ungehinderten Marktzugang von Anlegern und Unternehmen und das Ausmaß von Wettbewerb, das der Markt erreicht. Im Einzelnen geht es um die von der Rechtsordnung zur Verfügung gestellten typisierten Anlageformen wie Aktien und Schuldverschreibungen, die Breite des Markts in Bezug auf die Fähigkeit zur Aufnahme unterschiedlicher Anlagen und Marktteilnehmer, die Tiefe des Marktes in Bezug auf die Fähigkeit zur Bereitstellung und Aufnahme auch großer Mengen von Wertpapieren sowie die Stabilität der Kurse auf längere Sicht.⁶⁷ Rechtliche Instrumente zur Herstellung der institutionellen Effizienz sind etwa das Insiderrecht mit dem Ziel, eine Ausnutzung von Insiderwissen zu Lasten uninformatierter Anleger zu verhindern, die Transparenzgebote hinsichtlich der Aktionärsstruktur (§§ 21 ff. WpHG), die Verhaltensregeln für Intermediäre sowie die staatliche Marktaufsicht.⁶⁸

b) Operationale Effizienz

Die operationale Effizienz des Kapitalmarkts ist gleichbedeutend mit einer Minimierung der Transaktionskosten. Wertpapiere müssen möglichst rasch, billig, schwankungsfrei und transparent umgesetzt werden können.⁶⁹ Die Transaktionskosten am Markt können allgemein aufgliedert werden in Such- und Informationskosten (Anbahnungskosten), Verhandlungs- und Einigungskosten (Vertragskosten), Überwachungs- und Durchsetzungskosten sowie – auf anonymisierten Kapitalmärkten nur mit Abstrichen bedeutsam – Investitionen in Sozialkapital.⁷⁰ Speziell für den Kapitalmarkt lassen sich die Vertrags-, Überwachungs- und Durchsetzungskosten konkretisieren in Marktbeeinflussungskosten (Kursausschläge aufgrund von Blocktrades), Kommissionskosten, Bid-Ask-Spread, Inventarkosten, Insiderkosten und Geschäftsabwicklungskosten.⁷¹ Das Kapitalmarktrecht und auch das Kapitalmarktdeliktsrecht müssen sich daran messen lassen, inwieweit es ihnen gelingt, die Transaktionskosten auf ein Minimum zu senken. Dazu dient eine umfangreiche Regulierung der Intermediäre.⁷² Auch können Such- und Informationskosten wesentlich dadurch reduziert werden, dass die Emittenten die Informationsversorgung der Anleger übernehmen, damit nicht unzählige Anleger parallel Kosten aufwenden, um dieselben

⁶⁶ Hopt, Gutachten G zum 51. DJT (1976), G 49. Zu den volkswirtschaftlichen Vorteilen liquider Wertpapiermärkte siehe Wackerbarth, ZGR 2005, 686, 696 ff.

⁶⁷ Hopt, Gutachten G zum 51. DJT (1976), G 49; Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht⁶ (2006), S. 469.

⁶⁸ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht³ (2004), Rn. 8.403 ff.

⁶⁹ Hopt, Gutachten G zum 51. DJT (1976), G 49.

⁷⁰ Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik³ (2003), S. 58 ff.

⁷¹ Rudolph/Röhrl, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform (1997), S. 143, 170 ff.

⁷² Dazu bereits Kumpan/Hellgardt, DB 2006, 1714.

Informationen zu erlangen.⁷³ Ganz allgemein ist eine Standardisierung der typischen Kapitalmarktvorgänge der operationalen Effizienz des Marktes dienlich.

c) Allokative Effizienz

Schließlich ist die allokative Effizienz des Kapitalmarkts, die Herstellung einer rationalen Beziehung zwischen den Emissionspreisen und den fundamentalen Werten der Finanzinstrumente, zentrales Ziel des Kapitalmarkt- und des Kapitalmarktdeliktsrechts.⁷⁴ Die ökonomische Bedeutung der Allokationseffizienz ist bereits ausführlich beleuchtet worden.⁷⁵ Dabei wurde auch die enge Verknüpfung zwischen Allokationseffizienz und Anlegerinformation herausgearbeitet: Nur wenn die Anleger mit hinreichend unverfälschten Informationen versorgt werden, sind die Voraussetzungen für eine effiziente Kapitalallokation als Grundlage rentabler Investitionen und eines gesamtwirtschaftlichen Wachstums gegeben.⁷⁶ Die Informationsverarbeitung dient damit zuvörderst der Herstellung von Allokationseffizienz, also der Funktionsfähigkeit des Primärmarkts, da nur dieser eine allokative Wirkung entfaltet. Vor diesem Hintergrund wurde behauptet, die *Informationseffizienz des Sekundärmarktes* könne nicht zu den vordringlichen Regelungszielen des Kapitalmarktrechts gerechnet werden, wichtig sei allein die Allokationseffizienz des Primärmarkts.⁷⁷ Dieser Argumentation ist zuzugestehen, dass eine direkte Verbindung zwischen Sekundärmarkt und Kapitalaufnahme, etwa in dem Sinne, dass der Sekundärmarktpreis als Ausgabepreis auf den Primärmarkt übertragen werden könnte, nicht gegeben ist.⁷⁸ Dennoch bietet ein korrekt gebildeter Sekundärmarktpreis maßgebliche Anhaltspunkte für die Möglichkeit einer neuen Kapitalaufnahme. Wenn sich dagegen die Sekundärmarktkurse regelmäßig von den fundamentalen Werten wegbewegen und lediglich bei einer neuen Kapitalaufnahme wieder ad hoc ein punktuell allokationseffizienter Markt gebildet würde, käme es zu einer übermäßigen Volatilität des Sekundärmarkts, der sich unweigerlich in einem Risikoabschlag am Primärmarkt und damit in einer Erhöhung der Kapitalkosten der Emittenten niederschlagen würde.⁷⁹ Die Möglichkeit, ein Wertpapier jederzeit am Sekundär-

⁷³ Zur Rechtfertigung gesetzlicher Publizitätspflichten ausführlich unten S. 200 ff.

⁷⁴ Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 1 Rn. 24 (nicht mehr enthalten in der Neuauflage 2007); Brellocks, Publizität und Haftung (2005), S. 20 f.; Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht⁶ (2006), S. 469 f.

⁷⁵ Oben S. 112.

⁷⁶ Hopt, Gutachten G zum 51. DJT (1976), G 50.

⁷⁷ Stout, 87 Mich. L. Rev. 613 (1988): "The Unimportance of Being Efficient".

⁷⁸ Dazu bereits oben S. 135.

⁷⁹ Vgl. Fox, 85 Va. L. Rev. 1335, 1357 et seq. (1999); Schill, 10 J. Corp. Fin. 659 (2004). Siehe auch unten S. 201.

markt zu einem fairen Kurs veräußern zu können, stellt demnach für den Anleger einen vermögenswerten Vorteil dar, der sich für den Emittenten in einer Senkung der Kapitalkosten am Primärmarkt niederschlägt.⁸⁰ Damit wird die Allokationseffizienz in dem Sinne gefördert, dass es den Emittenten möglich wird, ihre Wertpapiere zu einem Preis zu verkaufen, der ihren wirklichen Geschäftsaussichten entspricht, ohne dass ein marktbezogener Risikoabschlag vorgenommen werden müsste. Auf diese Weise senken informationseffiziente Sekundärmärkte die Kosten der Unternehmensfinanzierung auf öffentlichen Kapitalmärkten.

2. Funktionenschutz und Marktanomalien

a) Auswirkungen von Marktanomalien auf Funktionen des Kapitalmarkts

Sofern es Kapitalmarktanomalien gibt, werden dadurch wichtige Funktionen des Kapitalmarkts beeinträchtigt. Am Primärmarkt können hot issue markets dazu führen, dass exzessiv neues (Eigen-)Kapital aufgenommen wird, während irrationale Unterbewertungen die Gefahr bergen, dass die Unternehmen volkswirtschaftlich sinnvolle und erwünschte Investitionsprojekte nicht finanzieren können.⁸¹ Beides beeinträchtigt die *Allokationsfunktion des Marktes* und führt zu ineffizienten Ergebnissen. Marktanomalien auf Sekundärmärkten führen dazu, dass es einerseits Anlegern nicht jederzeit möglich ist, Wertpapiere zu fairen Preisen zu veräußern bzw. zu erwerben und können andererseits zu einem volks- wie betriebswirtschaftlich unerwünschten Investitionsverhalten der Unternehmen führen.⁸² Letztlich leiden hierunter sowohl die *institutionelle als auch die alloкатive Effizienz der Märkte*, sofern man die Rückwirkung des Sekundärmarkts auf das Investitionsverhalten der Emittenten als alloкатive Funktion des Marktes betrachten will.

Funktionenschutz und tatsächliche Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hängen eng zusammen. Letztere dient als Wasserstandsanzeiger für den erreichten Funktionenschutzstandard. Denn der Funktionenschutz stellt zwar auf der einen Seite ein normatives und damit abstraktes juristisches Konzept dar. Als solches kann er auch auf Theorien zurückgreifen, die in der Realität der Märkte nicht immer voll verwirklicht sind, sogar als Fiktion abgetan werden könnten, wie die These, dass Kapitalmärkte die Voraussetzungen semistarker Informationseffizienz erfüllen.⁸³ Auf der anderen

⁸⁰ Hopt/Voigt, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformatiоnshaftung* (2005), S. 9, 107 f.

⁸¹ Siehe oben S. 117.

⁸² Siehe oben S. 138 f.

⁸³ Vgl. *Cunningham*, 59 Wash. & Lee L. Rev. 767, 831 (2002): "There is nothing inherently wrong with relying on a fiction." Siehe auch *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L. J. 711, 766 et seq. (2006).

Seite muss sich das Kapitalmarktrecht, das sich wesentlich auf das Ziel des Funktionenschutzes festlegt, daran festhalten lassen, wie funktionsfähig die Märkte unter seiner Ägide tatsächlich sind.

b) Rechtliche Behandlung von Marktanomalien

Markt-anomalien zu verringern kann daher als ein legitimes, wenn nicht sogar *vorrangiges Ziel des Kapitalmarktrechts* angesehen werden. Über die Schädlichkeit von Markt-anomalien besteht auch übergreifende Einigkeit; streitig ist nur die tatsächliche Existenz, Häufigkeit und Tragweite möglicher Markt-anomalien. Allerdings wird teilweise eine Abstufung der Schutzzwecke vorgenommen und nur die Allokations- nicht aber die Informationseffizienz für schützenswert gehalten.⁸⁴

Wenig erforscht ist bisher, welche rechtlichen Maßnahmen geeignet sind, Markt-anomalien abzubauen bzw. ihr Auftreten bereits ex ante zu verhindern. Herkömmliche Mittel der Kapitalmarktregulierung wie Publizitätspflichten erscheinen etwa wenig geeignet auf Phänomene wie kollektive Selbstüberschätzung von Investoren zu reagieren.⁸⁵ Der Grund für Markt-anomalien wird teilweise gerade in den herkömmlichen Regelungsinstrumenten des Börsengesellschaftsrechts gesehen. So wird die These vertreten, insbesondere durch eine Ausrichtung am Shareholder Value werde eine Kurzsichtigkeit des Managements hervorgerufen und verstärkt, die sich in einer entsprechenden Myopia des Marktes widerspiegele. Daher wird vorgeschlagen, die Unternehmensleitung auf das Wohl aller Stakeholder zu verpflichten, um so ein kurzfristiges, an Börsenkursen ausgerichtetes Wirtschaften des Managements zu verhindern.⁸⁶ Außerdem solle die Pflicht zur unterjährigen Quartalsberichterstattung abgeschafft werden, da sie ebenfalls einen Anreiz für kurzsichtiges Verhalten schaffe.⁸⁷ Auf der anderen Seite wird vorgeschlagen, Anleger besser zu schulen und gerade auch über die Gefahren typischer Neigungen aufzuklären.⁸⁸

⁸⁴ Siehe erneut *Stout*, 87 Mich. L. Rev. 613 (1988).

⁸⁵ *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 60 et seq. (2003). Ausführlich zur Rechtfertigung von Publizitätspflichten vor dem Hintergrund der Erkenntnisse der behavioral finance *Bainbridge*, 68 U. Cin. L. Rev. 1023 (2000).

⁸⁶ *Blair*, Ownership and Control (1995), p. 202 et seq.

⁸⁷ *Blair*, Ownership and Control (1995), p. 134 f. unter Berufung auf *Thurrow*, 30 (1) Sloan Mange. Rev. 67, 70 (1988); *Lorsch/MacIver*, Pawns or Potentates (1989), p. 70. Ein aktuelles Beispiel ist die Weigerung der Porsche AG, sich der durch § 63 Abs. 1 BörsenO FWB a.F. (= § 48 n.F.) auferlegten Pflicht zur Abgabe von Quartalsberichten zu unterwerfen, mit der Begründung, Quartalsberichte dienen nur den Banken und der Börse, die damit ihren Umsatz erhöhten, während nachhaltiges Wirtschaften nur möglich sei, wenn man nicht auf die kurzfristige Performance achten müsse; vgl. FAZ vom 9.11.2004, S. 16 („Querdenker aus Prinzip“).

⁸⁸ *Choi/Pritchard*, 56 Stan. L. Rev. 1, 64 et seq. (2003); *Cunningham*, 59 Wash. & Lee L. Rev. 767, 788 et seq. (2002).

Problematisch an der Forderung, hergebrachte Instrumente der Kapitalmarktregulierung wie die Publizitätspflichten zu lockern oder abzuschaffen, sind aber die dadurch ausgelösten *Wechsel- und Rückwirkungen*. So stellt etwa die fortlaufende Information des Marktes einen wesentlichen Schutz gegen Insiderhandel dar und ermöglicht zudem – im Falle korrekter Preisbildung – eine Zweckmäßigkeitkontrolle des Vorstandshandelns.⁸⁹ Somit würden zur Stärkung bestimmter Marktfunktionen andere Marktfunktionen geschwächt.

Lösungsansätze sollten daher einerseits in einer fortschreitenden Professionalisierung der Marktteilnehmer gesucht werden, andererseits in einer Verbesserung interner Mechanismen der Corporate Governance. So könnte etwa das Management darauf verpflichtet werden, anstatt die Interessen ihrer aktuellen Aktionäre dadurch zu fördern, dass es unter Ausnutzung erkannter Kapitalmarktineffizienzen den Wert des vorhandenen Eigenkapitals fundamental ungerechtfertigt maximiert, eine Unternehmenspolitik im „wohlverstandenen“ *Interesse seiner Aktionäre* zu verfolgen („blissful shareholder wealth maximation“).⁹⁰ Ziel eines solchen Handelns ist es, den wirklichen, fundamentalen Wert des Unternehmens und nicht den Marktwert in einem Umfeld irrationaler Märkte zu maximieren, indem man sich so verhält, als sei der Markt informationseffizient im Sinne der These semi-informationseffizienter Kapitalmärkte.⁹¹ Damit werden Voraussetzungen geschaffen, die am ehesten einen Markt gemäß den Bedingungen semistarker Informationseffizienz entstehen lassen.⁹²

3. Corporate Governance als Funktionenschutz

Der Zusammenhang zwischen Marktanomalien und Investitionsverhalten der Unternehmen zeigt die unmittelbare Bedeutung guter Unternehmensführung für den Erfolg einer Regel, die sich an einer blissful shareholder value maximation orientiert. Nur wenn die am Kapitalmarkt gelisteten Unternehmen insgesamt eine gute Corporate Governance aufweisen, sind die Voraussetzungen gegeben, langfristig das Vertrauen der Investoren zu gewinnen. Eine Betrachtungsweise des Kapitalmarktrechts, die bei den Schutzdimensionen institutionelle, operationale und allokativer Effizienz stehen bleibt, verkennt, dass ein Kapitalmarkt nur dann langfristig das Vertrauen der Investoren bewahren kann, wenn die dort notierten Unternehmen die erwartete Rendite auch tatsächlich verdienen. Der Handel mit Vermögensanlagen ist kein Selbstzweck, weshalb auch seine Effektivierung nicht um ihrer selbst willen geschieht, sondern wegen der damit verfolgten

⁸⁹ Ausführlich oben S. 159 f.

⁹⁰ *Hu*, 38 UCLA L. Rev. 277, 357 et seq. (1990).

⁹¹ Zu dieser ausführlich oben S. 123 ff.

⁹² Siehe auch sogleich S. 195 ff.

Ziele, einerseits die öffentliche Unternehmensfinanzierung und andererseits attraktive Kapitalanlagemöglichkeiten für eine breite Masse an Anlegern sicherzustellen.

a) Funktionsfähigkeit des Marktes und der dort notierten Unternehmen

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts im weiteren Sinne umfasst daher auch die Funktionsfähigkeit der an diesem Markt notierten Unternehmen. Wie die allfälligen Unternehmensskandale der jüngeren Vergangenheit (Enron, WorldCom, Parmalat bzw. in Deutschland Infomatec, Comroad, EM.TV) gezeigt haben, kann auch die fehlgeleitete Corporate Governance von Emittenten zu einem Vertrauensverlust und sogar regelrechten Zusammenbruch von Marktsegmenten führen.

In den USA wird teilweise behauptet, gesetzliche Publizitätspflichten dienen nicht dem Anlegerschutz, sondern ließen sich vielmehr (auch oder ausschließlich) durch die dadurch erreichte verbesserte Corporate Governance rechtfertigen.⁹³ Auf entwickelten Kapitalmärkten könnten sich die Anleger kostengünstiger durch Diversifikation gegen die Gefahren inakkurater Preise schützen, so dass die wirklichen Nutznießer gesetzlicher Publizitätsregime einerseits die potentiellen Unternehmensgründer (durch die auf regulierten Märkten besseren Möglichkeiten, die Qualität des eigenen Angebots zu signalisieren) und andererseits die Arbeitnehmer der Emittenten seien.⁹⁴ Die zuletzt genannte, extreme Position geht sicherlich (zumindest für die meisten EU-Länder) zu weit und auch ihr Verfechter nimmt einige Einschränkungen vor, die die Wichtigkeit grundlegender gesetzlicher Anlegerschutzstandards unterstreichen,⁹⁵ sie hebt aber die Bedeutung hervor, die gesetzliche Publizitätspflichten (und ihre effektive Durchsetzung) für die Corporate Governance der Emittenten auf entwickelten Kapitalmärkten hat.

⁹³ *Kraakman*, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 95, 97 et seq. unterscheidet drei Corporate Governance Funktionen der Publizitätspflichten: Die Rechtsdurchsetzungsfunktion (enforcement function) versetzt die Anteilseigner in die Position, in Kenntnis der Sachlage ihre Rechte durchzusetzen; die Unterrichtungsfunktion (education function) ermöglicht den Anteilseignern, sachgerechte Entscheidungen etwa auf der Hauptversammlung zu treffen; die Regelungsfunktion (legislative or regulatory function) dient der Durchsetzung materieller Vorgaben durch sanktionierte Berichtspflichten über unerwünschte Verhaltensweisen.

⁹⁴ *Fox*, EBOR 3 (2002), 337, 344 et seq.

⁹⁵ *Fox*, EBOR 3 (2002), 337, 348 et seq.: Soweit es um Emittenten aus Ländern außerhalb von USA und EU geht, seien gesetzliche Publizitätspflichten aus Anlegerschutzgründen erforderlich.

b) Wechselwirkungen zwischen Kapitalmarktregulierung und Corporate Governance

Corporate Governance rechnet nach dem eben Gesagten ebenfalls zu den Anlegerschutzregeln. Der Anlegerschutz endet nicht mit dem Erwerb eines Wertpapiers, die Schutzbedürfnisse bestehen vielmehr gerade auch während der Beteiligungsphase⁹⁶ und in Bezug auf die jederzeitige Veräußerbarkeit. Gesellschaftsrecht als Unternehmensverhaltensrecht⁹⁷ hat daher unmittelbare Relevanz für das Kapitalmarktrecht, wie auch auf der anderen Seite dem Kapitalmarktrecht unmittelbare Bedeutung für die Führung der Unternehmen zukommt.⁹⁸

Diese Wechselwirkung ist zunächst eine der Ziele. Es besteht ein Zusammenhang zwischen den Funktionszielen des Kapitalmarktrechts im engeren Sinne wie sie oben als institutionelle, operationale und allokativen Funktionsfähigkeit entfaltet wurden und den Zielen der Corporate Governance, eine gute Leitung und Überwachung der Unternehmen zu erreichen. Die institutionelle Funktionsfähigkeit eines Marktes hängt von der Qualität seiner Emittenten ab, da es bei minderwertigen Anbietern über kurz oder lang zu einem Zusammenbruch des betreffenden Markts kommen wird, wie das Schicksal des „Neuen Markts“ der Frankfurter Wertpapierbörse verdeutlicht.⁹⁹ Auch die Allokationsfunktion des Kapitalmarkts ist davon abhängig, dass die Kapital einwerbenden Unternehmen die Gewähr bieten, die generierten Mittel tatsächlich so einzusetzen, wie ex ante den Anlegern angekündigt. Nur Emittenten mit guten Governance-Mechanismen sind in der Lage, den Versuchungen zu widerstehen, Kapitalmarktineffizienzen kurzfristig zum Nachteil des Publikums auszunutzen. Auf der anderen Seite befördert ein funktionierender Kapitalmarkt das Interesse der Emittenten an einer guten Corporate Governance, da sie nur so eine Chance haben,

⁹⁶ Siehe zum gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz *Assmann*, in: *Großkomm. AktG*⁴ (1992), Einl. Rn. 378 ff.; *Kübler/Assmann*, *Gesellschaftsrecht*⁶ (2006), S. 460 f.; *Mülbert*, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*² (1996), S. 121 ff.; *Wiedemann*, in: *FS Priester* (2007), S. 857 (bei Publikumspersonengesellschaften). Beim gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz geht es kurz gesprochen um den Schutz vor opportunistischem Verhalten durch die Gesellschaftsorgane nach Beitritt zur Gesellschaft. Zum Verhältnis von Verbands- und Vertriebsregelung des Anlegerschutzes *Wiedemann*, *Gesellschaftsrecht I* (1980), S. 487 f.; siehe auch *Möllers*, *ZGR* 1997, 334.

⁹⁷ Dazu grundlegend *Hopt*, *Kapitalanlegerschutz* (1975), S. 223.

⁹⁸ Nach *Hertig/Kraakman/Rock*, in: *Kraakman et al., Anatomy of Corporate Law* (2004), p. 193, 194 verfolgt der Anlegerschutz zwei Ziele: Dass die Anleger zu gut informierten Preisen handeln und durch funktionierende Corporate Governance-Mechanismen geschützt werden. In der deutschen Corporate Governance-Diskussion spielen die Anlegerrechte bisher eine zu untergeordnete Rolle, vgl. *Wackerbarth*, *ZGR* 2005, 686, 704 ff.

⁹⁹ Zum Zusammenhang von guter Corporate Governance und Marktkapitalisierung siehe *Drobetz/Schillhofer/Zimmermann*, *ZfB* 2004, 5.

langfristig im Wettbewerb um die Kapitalgeber zu reüssieren. So liegen die institutionelle, operationale und allokativen Funktionsfähigkeit der Märkte im Interesse aller gut geführten Unternehmen, da sie die Voraussetzungen für eine verlässliche Unternehmensfinanzierung schaffen. Wenn ein Unternehmen fürchten muss, dass ein bestimmter Kapitalmarkt nicht die Voraussetzungen bietet, jederzeit eine Vielzahl potentieller Anleger anzusprechen und schnell, mit überschaubaren Kosten neues Kapital aufzunehmen und dabei einen fairen Preis bilden zu können, besteht ein hoher Anreiz, sich in einer Welt zunehmender Globalisierung an einen anderen Markt etwa im Ausland zu wenden, der diese Voraussetzungen erfüllt.

Zwischen Corporate Governance und Kapitalmarkteffizienz bestehen aber auch eine Reihe von Wirkungszusammenhängen. Wie gezeigt kommt den Kapitalmärkten eine wichtige Funktion im Rahmen der sogenannten externen Corporate Governance zu. Sowohl der Primärmarkt als auch der Sekundärmarkt entfaltet Rückwirkungen auf die Unternehmensleitung und stellt ein Mittel zur Überwachung und Kontrolle von Vorstand und Aufsichtsrat dar.¹⁰⁰ Funktionsfähige Kapitalmärkte führen damit zu einer Verbesserung der Unternehmensführung der dort notierten Emittenten. Gleichzeitig ist aber auch der Kapitalmarkt auf eine gute interne Corporate Governance angewiesen, da ansonsten gerade in Zeiten möglicher Kapitalmarktanomalien eine Schädigung der Anleger und ein volkswirtschaftlich nachteiliges Investitionsverhalten der Unternehmen zu befürchten ist. Es besteht eine Wechselwirkung zwischen internem und externem Anlegerschutz im Sinne einer gegenseitigen Ergänzung und Entsprechung.¹⁰¹

c) Folgerungen für das Kapitalmarktdeliktsrecht

Auch das Kapitalmarktdeliktsrecht ist in seiner funktionenschützenden Wirkung keineswegs auf den Schutz der reinen Markteffizienz beschränkt. Ein wesentliches Ziel ist gerade auch die angestrebte unternehmenssteuernde Wirkung. Dies hat eine Reihe von Implikationen für die Ausgestaltung kapitalmarktrechtlicher Pflichten. Wenn dem Kapitalmarkt die Rolle zufällt, im Sinne eines Corporate Governance-Mittels gerade auch unternehmerische Entscheidungen auf ihre Zweckmäßigkeit zu überprüfen, erfordert dies die Offenlegung bestimmter Art von Informationen (etwa Prognosen und zukünftiger Pläne), damit der Markt eine Grundlage zur Beurteilung der Managemententscheidungen hat.¹⁰² Die Einzelheiten einer rechtlichen Implementierung eines solchen Corporate Governance-Mechanismus sind im Besonderen Teil der Arbeit zu entfalten.

¹⁰⁰ Ausführlich oben S. 143 ff.

¹⁰¹ Hopt, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 224; Wackerbarth, ZGR 2005, 686, 724 f.

¹⁰² Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L. J. 711, 754 et seq. (2006).

III. Schutzkonzept des Übernahmerechts

Im ökonomischen Teil wurde die Bedeutung von Übernahmen für die Corporate Governance herausgestellt, aber auch gezeigt, dass Übernahmen häufig durch die strategischen Ziele der Bieterunternehmen motiviert sind.¹⁰³ In jedem Fall führt die Übernahmesituation dazu, dass der Aktionär eine Desinvestitionsentscheidung treffen muss. Dabei fehlt es aber an einem Marktmechanismus wie ihn etwa der organisierte Sekundärmarkt bereitstellt. Die Aktionäre der Zielgesellschaft haben nur die Wahl, einen festen Angebotspreis zu akzeptieren oder auszuschlagen. Obwohl das Zielunternehmen des Übernahmeangebots bereits öffentlich gelistet ist, so dass ein die zukünftigen Ertragsaussichten einigermaßen widerspiegelnder Sekundärmarktpreis besteht, scheint daher ein zusätzliches Schutzbedürfnis der Aktionäre vor Übervorteilung durch den Bieter zu bestehen. Dies hängt damit zusammen, dass in der Übernahmesituation ein Wechsel der Unternehmenskontrolle stattfindet. Die Besonderheit der Übernahmesituation liegt darin, dass ein Dritter öffentlich verkündet, er könne das Unternehmen besser leiten als das bisherige Management oder aber unter seiner Eigentümerschaft könne das Unternehmen (mit oder ohne die bestehende Verwaltung) gewinnbringender geführt werden. Daneben ist auch denkbar, dass der Dritte versucht, tatsächlich die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu übernehmen, ohne zuvor den Minderheitsaktionären die Möglichkeit eines Ausstiegs verschafft zu haben. Im Folgenden soll versucht werden, das Übernahmerecht in das auf Anleger- und Funktionenschutz basierende Schutzkonzept der Kapitalmarkthaftung zu integrieren.

1. Mögliche Schutzgüter

Während bei der Primärmarkt- und Sekundärmarktpublizität der Schutz des Publikums dadurch gewährleistet wird, dass das Anlegervermögen geschützt ist,¹⁰⁴ ist dies im Übernahmerecht nicht so eindeutig. Denn dort gibt es nur einen Angebotspreis, den der Anleger entweder annehmen oder ablehnen kann.¹⁰⁵ Ein eigentlicher Preisbildungsmechanismus durch Angebot und Nachfrage ist in dieser Situation schwer möglich. Zwar wäre grundsätzlich zu erwarten, dass ein zu unangemessenen Konditionen erfolgreiches Übernahmeangebot Konkurrenzbieter auf den Plan ruft und sich dann in einer Auktion der faire Angebotspreis herauskristallisiert, tatsächlich wird es aber häufig nicht zu Bieterwettbewerben kommen, da die Entscheidung für ein Übernahmeangebot in der Regel ausführlicher Planung

¹⁰³ Oben S. 162.

¹⁰⁴ Vgl. oben S. 174 ff.

¹⁰⁵ Vgl. statt vieler *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 717.

und auch einer aufwändigen Finanzierung bedarf.¹⁰⁶ Damit kommt der Entscheidung des einzelnen Aktionärs, das Übernahmeangebot anzunehmen oder abzulehnen, eine weitaus größere Bedeutung zu als den Motiven von Anlegern, auf dem Sekundärmarkt Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Auf dem Sekundärmarkt sind die persönlichen Beweggründe deshalb vernachlässigbar, weil die Anleger ohnehin nur zu dem Kurs kaufen oder verkaufen können, der sich am Markt aufgrund der Verarbeitung öffentlich verfügbarer Informationen bildet. Dagegen muss der Anleger in Übernahmesituation selbst einschätzen, ob der gebotene Preis fair ist. Einen gewissen Mindestschutz bieten im Falle von Übernahme- oder Pflichtangeboten die Preisbildungsregeln des § 31 WpÜG. Diesen kommt insbesondere im Fall des Pflichtangebots Bedeutung zu, bei dem sie gewährleisten sollen, dass ein Aktionär, der tatsächlich die Geschicke des Unternehmens im eigenen Interesse zu bestimmen in der Lage ist, dafür einen angemessenen Ausstiegspreis bieten muss.

Daher ist auch im Übernahmerecht das entscheidende Kriterium letztlich, ob der Preis, den der Anleger für die Veräußerung seiner Aktien erzielt, angemessen ist oder durch fehlerhafte Akte des Bieters oder der Verwaltung der Zielgesellschaft nur so erscheint. Wie dies im Einzelnen zu verstehen ist, soll im Folgenden entwickelt werden.

2. Schutz eines „substituierten Preisbildungsprozesses“

a) Übernahmeprämie als Teilhabe am vom Bieter generierten Mehrwert

Ausgangspunkt ist der Befund, dass Übernahmeangebote nur dann erfolgreich sind, wenn sie zu einem über dem Sekundärmarktkurs der Aktie liegenden Angebotspreis erfolgen. Die Erklärung für diese „Übernahmeprämie“ liegt darin, dass bei einem Gebot zum Börsenkurs nicht genügend Aktionäre verkaufswillig wären.¹⁰⁷ Der Bieter ist in der Lage, eine Prämie zu zahlen, weil er sich durch die Verschmelzung oder auch nur Kontrolle der Zielgesellschaft einen (Effizienz-)Gewinn verspricht, der aus seiner Sicht einen höheren Unternehmenswert¹⁰⁸ rechtfertigt als er sich an der Börse bei weit gestreuter Aktieninhaberschaft bildet.¹⁰⁹ Gründe für einen derartigen Effizienzgewinn können entweder die ineffiziente Geschäftsführung der bisherigen Unternehmensleitung oder die besonderen Geschäftschancen der fusionierten Unternehmen sein. Der Nettobarwert einer Übernahme für den Bieter besteht in den Synergien abzüglich der Über-

¹⁰⁶ Siehe *Reul*, in: Baum u.a., *Jahrb. Junger Zivilrechtswiss.* (1990), S. 11, 28 m.w.N.

¹⁰⁷ Siehe etwa *Reul*, in: Baum u.a., *Jahrb. Junger Zivilrechtswiss.* (1990), S. 11, 19 f. m.w.N.

¹⁰⁸ Zum Unternehmenswert als subjektiven Grenzpreis siehe *Drukarczyk*, *Unternehmensbewertung*⁴ (2003), S. 132.

¹⁰⁹ *Easterbrook/Fischel*, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 194.

nahmeprämie, die er für den Erhalt der Mehrheit zahlen muss.¹¹⁰ Zu unterscheiden sind daher der Stand Alone-Wert der Zielgesellschaft wie ihn der Börsenkurs vor Bekanntwerden der Übernahmeprämie widerspiegelt und der Wert der Zielgesellschaft als Teil des Bieterkonzerns.¹¹¹

Der Bieter wird zwar bereit sein, den Aktionären der Zielgesellschaft einen über dem Börsenkurs liegenden Kaufpreis zu bieten, dies aber nur solange, als ihm auch bei Zahlung dieser Prämie noch ein wirtschaftlicher Mehrwert durch die Übernahme zufließt. Es kann also keineswegs angenommen werden, dass ein Übernahmeangebot nur dann rechtmäßig ist, wenn den Aktionären durch die Übernahmeprämie der volle zu erwartende Synergiewert ausgeschüttet wird; vielmehr wird die Übernahmeprämie stets eine teilweise Partizipation der Aktionäre an der Unternehmenswertsteigerung durch die Übernahme darstellen.

b) *Übernahmeprozess als Aushandeln der Höhe der Übernahmeprämie*

Der bei der Übernahme stattfindende Preisbildungsprozess besteht darin, den Anteil festzulegen, zu dem die Aktionäre an den durch die Übernahme zu erwartenden Synergiegewinnen teilhaben. Praktisch vollzieht sich dieser Preisbildungsprozess dadurch, dass der Bieter mit seinem Angebot nur dann erfolgreich sein kann, wenn er einen Preis bietet, der genügend Aktionäre der Zielgesellschaft zur Annahme bewegt. Wenn zu wenige Aktionäre annehmen, muss der Bieter den Preis erhöhen oder die Übernahme wird scheitern. Damit gleicht der funktionierende Preisbildungsmechanismus der Situation eines alleinigen Inhabers, der sein Unternehmen nur dann verkauft, wenn der ihm gebotene Preis ihm wertvoller erscheint als die weitere Inhaberschaft des Unternehmens.

aa) *Grund und Ziel der besonderen übernahmerechtlichen Regulierung*

Die Schwierigkeit der Übernahme liegt allerdings darin, dass bei breit gestreuten Publikumsaktiengesellschaften die einzelnen Aktionäre nicht selbst in der Lage sind, den Erfolg oder Misserfolg des Übernahmeangebots entscheidend zu beeinflussen, sondern diese sich vielmehr nach der Gesamtreaktion aller Aktionäre richten. Der einzelne Aktionär der Zielgesellschaft steht dabei vor der als „Gefangenendilemma“ beschriebenen Entscheidungsalternative:¹¹² Empfindet er den gebotenen Preis als zu nied-

¹¹⁰ Ross/Westerfield/Jaffe, *Corporate Finance*⁷ (2005), p. 813.

¹¹¹ Dazu ausführlich unten S. 283.

¹¹² Dazu Lüttmann, *Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften* (1992), S. 38 ff.; Reul, in: Baum u.a., *Jahrb. Junger Zivilrechtswiss.* (1990), S. 11, 25 ff.; Röhrich, *Feindliche Übernahmeangebote* (1992), S. 83 ff.; Witt, *NZG* 2000, 809, 811 ff.; dagegen meint Coppik, *Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen* (2007), S. 298 ff., die Übernahmesituation könne nicht als Gefangenendilemma modelliert wer-

rig, weiß aber nicht wie seine Mitaktionäre reagieren werden und muss befürchten, dass nach einem endgültigen Scheitern des Übernahmeangebots die Aktien nur zum bisherigen Wert (ohne Übernahmeprämie) oder darunter notieren, besteht für ihn ein rationaler Anreiz, das Angebot anzunehmen, obwohl er es bevorzugen würde, dass alle Aktionäre das Angebot nicht annehmen, um den Bieter zu einer Erhöhung des Preises zu zwingen. Ziel der Regulierung ist es in dieser Situation, die Aktionäre der Zielgesellschaft in die Lage zu versetzen, so zu handeln, wie es ein einzelner Unternehmensinhaber tun würde.¹¹³

bb) Lösungsansätze des Übernahmerechts

Diesem Ziel dienen die verschiedenen Publizitätspflichten im Übernahmerecht. So ermöglichen insbesondere die Angaben in der Angebotsunterlage, die Synergieeffekte der Übernahme abzuschätzen und damit einen Eindruck zu gewinnen, ob die gebotene Übernahmeprämie nur eine geringe Beteiligung am Gewinn des Bieters aus einer erfolgreichen Übernahme darstellt oder ob er einen erheblichen Anteil des Mehrwerts zu bezahlen bereit ist. Darüber hinaus erlauben prozedurale Regeln wie die Verpflichtung, während des Laufs der Angebotsphase die Annahmquote zu veröffentlichen (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG) eine Einschätzung der Marktakzeptanz des Angebots. Die „Zaungastregel“, wonach auch solche Aktionäre, die während der Angebotsfrist das Angebot nicht angenommen haben, noch ein nachträgliches Andienungsrecht haben (§ 16 Abs. 2 S. 1 WpÜG), mildert schließlich die Gefahren des Gefangenendilemmas, indem sie es denjenigen Aktionären, die das Angebot für zu niedrig halten, ermöglicht, ohne Risiko bis zum Ende der Angebotsfrist abzuwarten, ob sich die Ablehnung allgemein durchsetzen wird.

Zusammengenommen dienen alle diese Pflichten dazu, trotz der Ausgangssituation des „Take it or leave it“ einen informationseffizienten Preisbildungsprozess nachzubilden. Dieser „substituierte“ Preisbildungsprozess weist aber strukturell die gleichen Charakteristika auf wie der Sekundärmarkt. Insbesondere wird der einzelne Anleger gerade dadurch geschädigt, dass er bei einem rechtswidrigen Eingriff seine Anteile dem Bieter unterhalb des Preises andient, den er bei korrektem Publizitätsverhalten erzielen könnte, da bei pflichtgemäßer Information ein entsprechender Druck auf den Bieter entstehen würde, den Angebotspreis zu erhöhen. Dass sich der Bieter dabei nicht auf den Standpunkt stellen kann, er hätte den Preis unter keinen Umständen erhöht, folgt schon daraus, dass ein

den. Zum Gefangenendilemma aus ökonomischer Sicht siehe z.B. *Holler/Illing*, Einführung in die Spieltheorie⁶ (2006), S. 2 ff.

¹¹³ *Bechuk*, 98 Harv. L. Rev. 1693, 1701 (1985).

rational handelnder Bieter grundsätzlich nicht bereit sein wird, auf eine Übernahme zu verzichten, die ihm einen ökonomischen Mehrwert einbringt, auch wenn sich dieser durch eine Erhöhung des Angebots geringfügig reduziert.

3. Fazit: Anleger- und Funktionenschutz im Übernahmerecht

Soweit ist die Anlegerschutzfunktion des Übernahmerechts herausgearbeitet worden. Der damit korrespondierende übernahmerechtliche Funktionenschutz liegt wesentlich darin, dass die Übernahme ein zentrales Instrument der Corporate Governance ist und dieses nur dann seine Wirkung entfalten kann, wenn auch die Voraussetzungen gegeben sind, dass Übernahmeangebote zu einem Preis abgegeben werden, der garantiert, dass der Emittent nur dann übernommen und das Management ausgewechselt wird, wenn dies tatsächlich durch Ineffizienzen gerechtfertigt ist. Wäre es dagegen Bietern möglich, eigentlich gut geführte Zielunternehmen unter ihrem tatsächlichen (anteiligen Mehr-)Wert zu erwerben, würde dies nicht nur eine Schädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft bedeuten, sondern auch die Abschreckungswirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle als solche in Frage stellen. Damit verwirklicht sich auch im Übernahmerecht die Dualität von Anleger- und Funktionenschutz.

IV. Verhältnis von Anleger- und Funktionenschutz

Nach dieser Präzisierung des Inhalts von Anleger- und Funktionenschutz stellt sich die Frage, wie sich die jeweiligen Regelungsziele zueinander verhalten. Das Verhältnis von Anleger- und Funktionenschutz ist seit langem umstritten. Manche Stimmen sehen den Funktionenschutz als primäres Regelungsziel des Kapitalmarktrechts.¹¹⁴ Nach anderer Ansicht ist der Funktionenschutz Teil eines umfassend verstandenen Anlegerschutzes.¹¹⁵ Nach einer auf *Hopt* zurückgehenden grundlegenden Einsicht können beide Bereiche nicht sinnvoll voneinander getrennt werden, sondern treffen typischerweise aufeinander und bewirken sich gegenseitig.¹¹⁶ Auf das Verhältnis von beiden kommt es daher nur insoweit an, als Zielkonflikte zwischen den beiden Regelungszielen zu befürchten stehen, die einer Auflösung in die eine oder andere Richtung bedürften. Es ist daher vorrangig zu prüfen, ob und gegebenenfalls inwieweit Anlegerschutzziele und Funktionenschutzziele auseinander fallen.

¹¹⁴ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht³ (2004), Rn. 8.389; ähnlich *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht⁶ (2006), S. 470.

¹¹⁵ *Bröcker*, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht⁴ (2008), § 6 Rn. 91.

¹¹⁶ *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 51 f.

1. Zielkonflikte im Anlegerschutz

a) Aktuelle und potentielle Anleger

Häufig wird lediglich an den passanten, der Vollständigkeit halber, darauf hingewiesen, dass kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz nicht nur die aktuellen Anleger, die bereits Inhaber der Wertpapiere sind, sondern auch auf die potentiellen Anleger schützt, die sich erst für den Erwerb interessieren.¹¹⁷ Dahinter verbirgt sich aber ein grundlegendes Problem.

Die Interessen aktueller und potentieller Anleger sind häufig diametral entgegengesetzt. Dies zeigt sich am Primärmarkt in klassischer Weise beim Interesse der Gründungsaktionäre, einen möglichst hohen Preis für die Veräußerung ihrer Anteile beim IPO zu erzielen, setzt sich aber auch bei der Kapitalerhöhung bereits börsennotierter Unternehmen zwanglos fort, bei der es im Interesse der Altaktionäre liegt, einen möglichst hohen Ausgabepreis zu erreichen, um so die Kontroll- und Gewinnbeteiligung der neuen Aktionäre zu begrenzen, während das Interesse der Neuaktionäre offensichtlich das gegensätzliche ist.¹¹⁸ Auch am Sekundärmarkt liegt es stets im Interesse der Altanleger, einen hohen Preis erzielen zu können, während neue Anleger an einem günstigen Beteiligungserwerb interessiert sind. Daraus folgt, dass ein stärkerer Schutz der Neuanleger nicht nur Kosten und Haftungsrisiken für den Emittenten und seine Organwalter birgt, sondern zugleich die Gewinnchancen der Altaktionäre schmälert. Dies ist solange kein Problem, wie die Kapitalmärkte in der Lage sind, bei richtiger und vollständiger Information einen zutreffenden Preis zu bilden. In diesem Fall stellt der *faire Marktpreis* zugleich den gerechten *Interessenausgleich* zwischen aktuellen und potentiellen Anlegern her. Der Konflikt zwischen Alt- und Neuanlegern wird in den meisten Jurisdiktionen nicht thematisiert, da diese auf der Modellwelt der Neoklassik und des Neoinstitutionalismus aufbauen und daher die Lösung des Konflikts in einem unverfälschten Preisbildungsprozess sehen.

Wenn dagegen die Märkte selbst bei zutreffender oder zumindest formell richtiger Information nicht in der Lage sind, einen Preis zu bilden, der den fundamentalen Ertragsaussichten des Wertpapiers gerecht wird, kann der Interessengegensatz zwischen Alt- und Neuanlegern nicht mehr mit Blick auf den Preisbildungsprozess gelegt werden. Konkret stellt sich die Frage, ob etwa das Management eines Emittenten bei einer Kapitalaufnahme über die Veröffentlichung korrekter Zahlen hinausgehende Pflichten haben sollte und Neuanleger vor einer möglichen Überbewertung der neuen Aktien warnen muss.

¹¹⁷ So etwa *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 16.

¹¹⁸ Aus ökonomischer Sicht siehe oben S. 117.

Das Paradebeispiel einer solchen Warnung stellt der Prospekt für eine 1996 durch *Warren Buffets* Berkshire Hathaway Inc. vorgenommene Kapitalerhöhung dar, in welchem der legendäre Hinweis aufgenommen war, dass die Mitglieder des Managements die eigenen Aktien für „nicht unterbewertet“ hielten und derzeit selbst keine Aktien zu diesem Kurs kaufen oder ihren Familien und Freunden zum Kauf raten würden.¹¹⁹ Auch am US-Sekundärmarkt gibt es Beispiele für Manager, die sich gezielt weigerten, als übertrieben empfundene Erwartungen des Marktes zu erfüllen und stattdessen versuchten, den Preis wieder auf ein realistisches Niveau zu bringen.¹²⁰

Die entscheidende Frage lautet daher, ob es sich hierbei um bewundernswerte Einzelfälle mit (*moralischem*) *Vorbildcharakter* handelt oder ob in bestimmten Situationen das Handeln zur Korrektur unrealistischer Markterwartungen zu einer haftungsrechtlich relevanten *Rechtspflicht* erstarken kann. Bei Zugrundelegung einer Pflicht, im „wohlverstandenen“ Interesse der Aktionäre zu handeln,¹²¹ kann sich sehr wohl die Verpflichtung ergeben, erkannte und offensichtlich falsche Erwartungen des Marktes zu korrigieren, selbst wenn diese nicht durch eigenes fehlerhaftes Publizitätsverhalten hervorgerufen wurden. Denn die Existenz einer maßgeblichen Überbewertung birgt eine Reihe von Anreizen zu langfristig schädlichem Investitionsverhalten.¹²² Wie sich eine solche Rechtspflicht im Einzelfall konkretisiert, hängt stark vom Einzelfall des betreffenden Emittenten ab und ist eine Frage der kapitalmarktrechtlichen Publizitäts- und Sorgfaltspflichten.¹²³

b) Eigenkapitalgeber und Fremdkapitalgeber

Ein weiteres Konfliktpotential besteht zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern. Die Zielvorgabe, Anlegerschutz zu betreiben, läuft dort leer, wo verschiedene Handlungsalternativen unterschiedliche Anlegergruppen privilegieren. Die Hauptanwendungsfälle dieses Konflikts liegen allerdings

¹¹⁹ Wörtlich lautete die Warnung: “Warren Buffet, as Berkshire’s Chairman, and Charles Munger, as Berkshire’s Vice Chairman, want you to know the following (and urge you to ignore anyone telling you that these statements are ‘boilerplate’ or unimportant): 1. Mr. Buffet and Mr. Munger believe that *Berkshire’s Class A Common Stock is not undervalued at the market price stated above. Neither Mr. Buffet nor Mr. Munger would currently buy Berkshire shares at that price, nor would they recommend that their families or friends do so [...]*.” Vgl. dazu *Cunningham*, 59 Wash. & Lee L. Rev. 767, 810 et seq. (2002); *Hamilton*, 19 Cardozo L. Rev. 493, 501 et seq. (1997).

¹²⁰ Siehe *Fuller/Jensen*, 14 (4) J. Appl. Corp. Fin. 41 (2002); *Jensen*, 34 (1) Fin. Manage. 5, 17 (2005).

¹²¹ Siehe oben S. 186.

¹²² Ausführlich oben S. 117 f.

¹²³ Dazu unten S. 263 ff. und S. 481 ff..

im Bereich der unternehmerischen Entscheidungen, etwa für bestimmte Investitionsprojekte, mit denen Risiko auf die Fremdkapitalgeber überwälzt wird.¹²⁴ Dieses Risiko kann durch die Anleihebedingungen reduziert werden.¹²⁵ Das Kapitalmarkt(-delikts-)recht ist davon solange nicht betroffen, wie keine Fehlinformation des Marktes stattfindet.

c) Schlussfolgerung

Es ist nicht Aufgabe des Kapitalmarktrechts, die Interessen einer Anlegergruppe zu Lasten der anderen Anleger zu maximieren. Idealziel ist es vielmehr, die Bedingungen eines alloktionseffizienten Marktes nachzubilden. Ziel einer Regulierung des Handelns der Marktakteure sollte daher die Fundamentaleffizienz der Kurse sein. Sofern diese erreicht wird, erhält jeder Anleger genau den Preis, der den tatsächlich übernommenen Risiken entspricht.

2. Anleger- vs. Funktionenschutz?

Fraglich ist, inwieweit die verschiedenen Spielarten des Anlegerschutzes mit den Zielen des Funktionenschutz harmonieren. Insbesondere ein umfassend verstandener Schutz individueller Anleger kann zu Widersprüchen mit dem Funktionenschutz führen. Wenn etwa einem Anleger gestattet wird, im Rahmen seines Prospekthaftungsanspruchs nicht nur den Betrag zu verlangen, um den er das Wertpapier zu teuer gekauft hat, sondern eine Rückgängigmachung des gesamten Geschäfts zu erreichen, wie es § 44 BörsG vorsieht, führt dies zu einer Abwälzung des gesamten Kursrisikos auf den Emittenten, obwohl dieses Kursrisiko zu einem gewissen Teil eingepreist war.¹²⁶ Dadurch, dass dem Emittenten mehr Kapital entzogen wird, als er vorher täuschungsbedingt zu viel erlangt hatte, kommt es im Ergebnis erneut zu einer Fehlallokation von Kapital.

Ganz allgemein lässt sich festhalten, dass die Prinzipien des Schadensersatzrechts darauf gerichtet sind, für den einzelnen Geschädigten einen gerechten Ausgleich zu erlangen. § 249 Abs. 1 BGB zielt darauf ab, den Geschädigten so zu stellen, wie er stünde, wenn das schädigende Ereignis nicht eingetreten wäre. Sofern der Markt sich aber ohnehin von den fundamentalen Werten entfernt hat, führt ein solcher Ausgleich zwar zu einer Restitution des betreffenden Anlegers, jedoch nicht zu einem Ausgleich

¹²⁴ Siehe oben S. 146.

¹²⁵ Zur Überprüfung von Anleihebedingungen nach AGB-Recht siehe BGH NJW 2005, 2917.

¹²⁶ Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 90 ff.

auf Ebene des Gesamtmarkts. Ein solcher ist erst dann erreicht, wenn fundamentaleffiziente Verhältnisse wiederhergestellt sind.

Ob dieses Ziel retrospektiv durch Schadensersatz aber überhaupt erreichbar ist, erscheint zumindest fraglich. Denn ein fundamentaleffizienter Markt, auf dem die Preise die tatsächlichen Geschäftsaussichten der Emittenten korrekt widerspiegeln, ist nichtsdestotrotz bzw. in wesentlicher Hinsicht Ergebnis eines freien Wettbewerbsprozesses. Entscheidendes Merkmal des Wettbewerbs ist aber, dass er Ergebnisse hervorbringt, die auf andere Art und Weise nicht zu erreichen sind und daher auch nicht modellartig künstlich nachempfunden werden können.¹²⁷

Funktionenschutz kann daher durch Haftungsrecht vor allem aufgrund der präventiven Steuerungswirkung erreicht werden, die von möglichen Haftungsrisiken ausgeht. Insoweit besteht aber keine Divergenz zu den Zielen des Anlegerschutzrechts, da diesen auch am besten gedient ist, wenn es erst gar nicht zu einem manipulativen Eingriff in den Marktprozess kommt.

¹²⁷ Hayek, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, in: ders., Rechtsordnung und Handelsordnung (2003), S. 132, 133.

§ 6 Deliktsrecht zum Anleger- und Funktionenschutz

Nachdem bis hierher versucht wurde, die Schutzkonzeption eines einheitlich verstandenen Kapitalmarktdeliktsrechts herauszuarbeiten, sollen sich die folgenden Abschnitte der Frage widmen, wie diese Schutzzwecke im Rahmen des geltenden Rechts verwirklicht werden. Dies beginnt mit der fundamentalen Frage, an welcher Stelle des Haftungsrechtssystems dieser Schutz am besten zu verorten ist (unter I.). Der zweite Teil dieses Kapitels geht der Frage nach, wie sich die Kapitalmarkthaftung im Einzelnen in ein Deliktsrecht einfügt, das dem Ersatz reiner Vermögensschäden grundsätzlich reserviert gegenübersteht (unter II.).

I. Rechtfertigung zwingenden Haftungsrechts

Auch wenn man Anleger und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts für rechtlich schutzwürdig hält, ist damit noch nicht gesagt, dass es dazu eines zwingenden Regelungsregimes wie des Deliktsrechts bedarf. Diese Frage führt zur allgemeinen Regulierungstheorie, welche die Voraussetzungen für staatliche Regulierungen insbesondere von Marktzusammenhängen untersucht. Hier ist nicht der Ort, die Regulierungstheorien und ihre Relevanz für die Kapitalmarktregulierung nachzuzeichnen.¹ Im Folgenden soll es vielmehr um die Frage gehen, ob ein deliktsrechtlicher Schutz der Anleger vonnöten ist oder ob nicht die Instrumente der vertraglichen Haftung ausreichen würden, um kostengünstiger ein entsprechendes Schutzniveau zu gewährleisten.

1. Ineffizienz deliktischer Haftung?

Ausgangspunkt ist der insbesondere in den USA vorgebrachte Einwand, zwingende kapitalmarktrechtliche Publizitäts- und Haftungsregeln seien ineffizient, da sie unnötig hohe Kosten produzieren würden.² Eine Alter-

¹ Dazu zuletzt umfassend *Kumpan*, Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelsysteme (2006), S. 45 ff. m.w.N. Allgemein zur Regulierungstheorie *Ogus*, Regulation (2004).

² *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. 669 (1984); *dies.*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 276 et seq.; *Romano*, The Genius of American Corporate Law

native wird in vertraglichen Regelungen oder einer Rechtswahlmöglichkeit für Emittenten gesehen, die es ihnen gestattet, das Regelungsregime zu wählen, welches die stärkste Reduzierung der Kapitalkosten ermöglicht.³ In der Tat stellt sich die Frage, wie zwingendes Kapitalmarkt(-haftungs-)recht zu rechtfertigen ist, wenn es den Marktteilnehmern selbst kostengünstiger gelingt, ihre Schutzbedürfnisse zu sichern. Wegen der Gefahr informationsbedingten Marktversagens liegt es grundsätzlich auch im Interesse der Emittenten, durch Selbstverpflichtung ein glaubwürdiges Signal für die Qualität ihres Angebots zu setzen.⁴ Jede gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung von Informationen birgt Kosten, die nur dann effizient eingesetzt sind, wenn sie niedriger ausfallen als die dadurch bewirkte Senkung der Kapitalkosten. In Abwesenheit von Transaktionskosten wäre daher zu erwarten, dass die Marktteilnehmer selbst ein optimales Publizitätsniveau durch vertragliche Regelung erreichen.⁵

2. Ökonomische Vorteilhaftigkeit einer zwingenden Regulierung

a) Rechtfertigung zwingender Publizitäts- und Verhaltenspflichten

Ein erstes Argument für die Vorteilhaftigkeit gesetzlich vorgegebener Pflichten am Kapitalmarkt erwächst aus den Schwächen eines auf Freiwilligkeit basierenden Ansatzes. Ein solcher kann nur erfolgreich sein, wenn sich die Unternehmensleitung ex ante glaubhaft selbst verpflichten könnte, auch tatsächlich die versprochenen Informationen offenzulegen, selbst wenn es sich um negative Nachrichten handelt. Aufgrund der Informationsasymmetrie zwischen Anlegern und Management erscheint es keinesfalls sicher, dass eine derartige freiwillige Selbstverpflichtung und ihre Überwachung ein gleichwertiges Informationsniveau zu geringeren Kosten erreichen würde.⁶

Tatsächlich birgt die gesetzliche Regelung sowohl der kapitalmarktrechtlichen Publizitäts- und Verhaltenspflichten als auch der damit kor-

(1993), p. 91 et seq.; *dies.*, 107 Yale L. J. 2359, 2373 et seq. (1998); aus deutscher Sicht *Schönenberger*, Ökonomische Analyse (2000), S. 94, 157.

³ *Choi/Guzman*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 207 (1996); *Romano*, 107 Yale L. J. 2359, 2401 (1998).

⁴ Siehe *Ross*, in: *Edwards*, Issues in Financial Regulation (1979), p. 177, 183 et seq. Siehe auch *Milgrom/Roberts*, 94 J. Pol. Econ. 796 (1986) (zum Signaling durch Preise und Werbung); *Moorthy/Srinivasan*, 14 Marketing Science 442 (1995) (zum Signaling durch eine Geld-zurück-Garantie); *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik³ (2003), S. 262 (allgemein zum Signaling durch Abgabe einer Garantie).

⁵ Dazu grundlegend der Ansatz von *Coase*, 3 J. L. & Econ. 1 (1960). Im Zusammenhang mit Kapitalmarktpublizität *Stigler*, 37 J. Bus. 117 (1964); siehe auch *Schönenberger*, Ökonomische Analyse (2000), S. 81 f.

⁶ *Hertig/Kraakman/Rock*, in: *Kraakman et al.*, Anatomy of Corporate Law (2004), p. 193, 205.

respondierenden Haftung im Falle der Nichtbefolgung eine Reihe von Vorteilen gegenüber einem auf die Kräfte des Markts vertrauenden *Laissez-faire*-Ansatz. Aus ökonomischer Sicht verbessern gesetzliche Publizitätspflichten die Preisgenauigkeit.⁷ Indem die Kurse geringeren Schwankungen um den fairen Mittelwert unterliegen, reduziert sich zugleich das Liquiditätsrisiko der Anleger, da diese darauf vertrauen können, ihre Wertpapiere kurzfristig zu einem Kurs nahe des fairen Wertes verkaufen zu können. Dies vermindert den Risikoabschlag, den die auf einem regulierten Markt tätigen Anleger fordern und senkt so das systematische Risiko des betreffenden Markts, infolgedessen auch die Kapitalkosten für die dort notierten Emittenten sinken.

Zusätzlich bringt eine gesetzliche Regelung eine für alle Marktteilnehmer verbindliche Standardisierung der Pflichten (siehe z.B. die Regelungen in § 7 WpPG i.V.m. der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 zur Gestaltung von Wertpapierprospekten, in §§ 4 ff. WpAIV zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen und in § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV zum Inhalt der Angebotsunterlage) und ermöglicht so ein markteinheitliches Informationsniveau, das die Grundlage für eine Vergleichbarkeit der Angebote schafft.⁸ Darüber hinaus sichert die gesetzliche Statuierung von Informationspflichten eine Gleichbehandlung der Marktteilnehmer und beugt auf diese Weise nicht nur Insiderhandel vor, sondern verhindert auch negative Externalitäten, die entstehen können, wenn einige Emittenten einem höheren Publizitätsniveau unterliegen als ihre Wettbewerber und wertvolle Informationen (etwa über die Profitabilität bestimmter Geschäftssegmente) veröffentlichen, ohne im Gegenzug dieselben Informationen von ihren Konkurrenten zu erhalten.⁹

Neben diesen auf den Markt und Wettbewerb abzielenden Argumenten, spricht aber auch die Corporate Governance-Funktion der Kapitalmarktpublizität¹⁰ dafür, die kapitalmarktrechtlichen Pflichten zwingend durch Gesetze vorzugeben. Dies leuchtet insbesondere ein, wenn es darum geht, materielle Verhaltensstandards durch Berichtspflichten zu ersetzen mit dem Ziel, durch eine sanktionierte Pflicht zur Veröffentlichung missbilliger Verhaltensweisen auf die „materielle“ Corporate Governance der Emittenten einzuwirken.¹¹ Bei einer freiwilligen Publizität besteht die Ge-

⁷ Fox, 85 Va. L. Rev. 1335, 1369 et seq. (1999).

⁸ Hertig/Kraakman/Rock, in: Kraakman et al., *Anatomy of Corporate Law* (2004), p. 193, 205 et seq.; Kraakman, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 95, 101.

⁹ Dazu Easterbrook/Fischel, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 290 et seq.; Fox, 85 Va. L. Rev. 1335, 1345 et seq. (1999).

¹⁰ Dazu oben S. 186 ff. mit Fn. 93.

¹¹ Kraakman, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 95, 99.

fahr, dass wichtige Informationen, insbesondere bei Interessenkonflikten der Organwalter, nicht veröffentlicht werden.¹²

Weniger überzeugend erscheint es, die *kapitalmarktrechtlichen* Publizitätspflichten als Reaktion auf treupflichtwidriges Verhalten der Gründer (etwa den Verkauf von Vermögensgegenständen an die Gesellschaft zu überhöhten Preisen) anzusehen.¹³ Hier bietet im deutschen Recht die gesellschaftsrechtliche Gründerhaftung gemäß § 46 AktG die sachgerechtere Lösung.

b) Rechtfertigung einer deliktischen Haftung

Zuvörderst rechtfertigt sich die Deliktshaftung am Kapitalmarkt daraus, dass die kapitalmarktrechtlichen Pflichten gerade auch dem Schutz der Anleger vor Eingriffen in ihr Vermögen dienen.¹⁴ Die Statuierung gesetzlicher Pflichten allein befriedigt weder die Anlegerschutz- noch die Funktionenschutzbedürfnisse. Erforderlich ist vielmehr eine effektive Durchsetzung, die bereits ex ante eine hinreichende Abschreckungswirkung entfaltet. Eine solche kann allein durch öffentlich-rechtliche Mechanismen nicht hinreichend erreicht werden.¹⁵

Daraus folgt allerdings nur das Erfordernis einer Haftung schlechthin, nicht gerade einer starren deliktischen Verantwortlichkeit. Vielmehr könnte man die Anleger auch darauf verweisen, ihre Schutzbedürfnisse durch Verträge zu sichern.¹⁶ Dieser Einwand greift aber im Ergebnis nicht durch: Die gesetzliche Schadensersatzhaftung im Gegensatz zum vertraglichen Selbstschutz lässt sich dadurch rechtfertigen, dass sie der Gleichbehandlung dient und die Kleinanleger schützt. Eine vertragliche Haftungsvereinbarung kommt nur den unmittelbaren Vertragspartnern, in der Regel also großen institutionellen Investoren zugute. Diese haben kein Interesse, eine Haftungsregelung auch zugunsten von Kleinanlegern in ihre vertraglichen Vereinbarungen aufzunehmen, da sie diese mit höheren Gegenleistungen abgelten müssten. Insoweit lässt sich die Wahrnehmung der Kleinanlegerinteressen durch professionelle Anleger als ein Principal-Agent-Konflikt verstehen. Vertragliche Haftungsvereinbarungen zwischen Emittenten und professionellen Anlegern würden negative Externalitäten zulasten der Kleinanleger produzieren.

¹² Pannier/Rickford, 16 EBLR 975, 1001 et seq. (2005). Siehe auch Hertig/Kraakman/Rock, in: Kraakman et al., Anatomy of Corporate Law (2004), p. 193, 204.

¹³ So aber Mahoney, 62 U. Chi. L. Rev. 1047 (1995).

¹⁴ Dazu ausführlich oben S. 172 und S. 174 ff.

¹⁵ Vgl. erneut La Porta/Lopez-de Silanes/Shleifer, 61 J. Fin. 1 (2006). Siehe ausführlich oben S. 177 f.

¹⁶ Zur kaufvertraglichen Gewährleistungshaftung am Kapitalmarkt Bachmann, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 93, 103 ff. Siehe auch Ziegler, DStR 2005, 873 (zum Primärmarkt).

Daraus folgt aber nicht, dass das Kapitalmarktdeliktsrecht nur die Kleinanleger schützen sollte; denn wenn die Emittenten ohnehin eine Information veröffentlichen müssen, würde es eine volkswirtschaftlich unnötige Kostenverdoppelung darstellen, wenn man die professionellen Anleger aus dem Schutzbereich ausnehmen und zu einer eigenen Prüfung bzw. Vereinbarung einer Haftungsklausel zwingen würde.¹⁷ Regelungen wie § 3 Abs. 2 Nr. 1 WpPG, wonach öffentliche Angebote, die sich *ausschließlich* an qualifizierte Anleger richten, von der Prospektpflicht ausgenommen sind, ermöglichen die nötige Flexibilität, wenn keine Kleinanlegerinteressen betroffen sind. Interessanterweise werden in der Praxis aber immer wieder Emissionen für ausschließlich qualifizierte Anleger freiwillig dem Regelungsregime des WpPG unterworfen, um damit auch in den Genuss der börsengesetzlichen Prospekthaftung nach § 44 BörsG zu gelangen, die sich aus Sicht des betreffenden Emittenten milder darstellt als die sonst zu gewärtigende vertragliche oder allgemein bürgerlichrechtliche Prospekthaftung.

3. Schlussfolgerungen

Aufgabe des zwingenden Kapitalmarkt- und Kapitalmarktdeliktsrechts ist es, anstelle vieler individueller vertraglicher Vereinbarungen einen einheitlichen Rechtsrahmen für die Aufnahme von Kapital an öffentlichen Märkten zur Verfügung zu stellen.¹⁸ Innerhalb dieses Rahmens sollte es den Marktteilnehmern möglich sein, unter vorhersehbaren Bedingungen einen Börsengang bzw. den Erwerb von Wertpapieren zu planen. Es ist denkbar und sogar sehr wahrscheinlich, dass damit in einigen Fällen nicht diejenige Lösung getroffen wird, die im Wege einer individualvertraglichen Regelung ausgehandelt worden wäre. Dies ist aber kein Zeichen für die Ineffizienz des Systems. Das Regelungssystem ist vielmehr solange effizient, wie es in der Mehrzahl der Fälle zu einem wirtschaftlich vertretbaren Ergebnis führt. Allein die nur durch zwingende Regelungen erreichbare Standardisierung und Vergleichbarkeit führt zu einer erheblichen Absenkung der Transaktionskosten auf Gesamtmarktebene. Daneben stärkt ein deliktsrechtliches Haftungssystem den Schutz gerade auch der Kleinanleger und ermöglicht so eine langfristige Vertrauensbildung breiter Bevölkerungsschichten, die auf die Dauer sicherstellt, dass auf der einen Seite das benötigte Risikokapital bereit- und auf der anderen Seite die für Vorsorge-, Spar- und Alterssicherungszwecke benötigten Kapitalanlagen zur Verfügung gestellt werden. Europäische Erfahrungen mit rechtlich zersplitterten

¹⁷ Vgl. zu diesem Argument *Koziol*, in: *Koziol/Walter Doralt*, Abschlussprüfer (2004), S. 141, 150 f. Siehe auch schon *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 424 f.

¹⁸ Dazu aus regulationstheoretischer Sicht *Ogus*, *Regulation* (2004), p. 17.

Kapitalmarktrechten können zudem nicht die Ergebnisse bestätigen, die die Befürworter eines regulativen Wettbewerbs der Kapitalmarktrechte erwarten. Die unterschiedlichen Regelungsregime am Kapitalmarkt hinsichtlich der Publizitätspflichten wie auch der Haftung stellen sich als ein wesentliches Hindernis auf dem Weg zu einem europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen dar.¹⁹

Es bleibt daher festzuhalten, dass effektiver Anleger- und Funktionenschutz auf entwickelten Kapitalmärkten eines gesetzlichen Regelungsregimes bedarf, wie es das Deliktsrecht bereithält.

II. Kapitalmarkthaftung als Haftung für reine Vermögensschäden

Wie im Allgemeinen Teil gesehen, ist die kapitalmarktdeliktsrechtliche Haftung in aller Regel auf den Ersatz eines Vermögensschadens gerichtet, sei es durch Leistung eines Differenzbetrags zwischen gezahltem und fairem Preis, sei es in Form der Erstattung des Kaufpreises gegen Übernahme der Finanzinstrumente. Daher ist es notwendig, das Kapitalmarktdeliktsrecht in den Kontext der Haftung für reine Vermögensschäden im Deliktsrecht einzuordnen.

1. Numerus clausus der deliktsrechtlich geschützten Rechte?

a) Verabsolutierung der Grundentscheidung gegen umfassenden Vermögensschutz

Die Frage, ob und in welchem Umfang reine Vermögensschäden im Deliktsrecht ersatzfähig sind, stellt sich aufgrund der Tatsache, dass die deutsche Rechtsordnung – anders als etwa der romanische Rechtskreis²⁰ – keine große deliktische Generalklausel kennt. Stattdessen wird die Lösung des BGB als System dreier kleiner Generalklauseln (§ 823 Abs. 1, § 823 Abs. 2 und § 826 BGB) beschrieben.²¹ Nicht logisch zwingend, aber nahezu unbestritten²² ist die Annahme, dass das Vermögen nicht als sonstiges

¹⁹ Siehe beispielhaft *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung* (2005), S. 9, 17 zur Vereinheitlichung des Begriffs des „öffentlichen Angebots“ als Grundlage für Prospektspflichten. Allgemeiner *Hopt/Voigt*, WM 2004, 1801.

²⁰ Einführend siehe *Zweigert/Kötz*, *Rechtsvergleichung*³ (1996), § 40 IV, S. 619 ff. und speziell zum Ersatz reiner Vermögensschäden ebd., § 40 V, S. 631 f.

²¹ *von Caemmerer*, in: FS 100 Jahre DJT (1960), Bd. II, S. 49, 67 f. Dies gilt insbesondere der Abgrenzung zum *common law*, das auf Einzeltatbeständen basiert. Für einen rechtsvergleichenden Überblick siehe *Wagner*, in: Zimmermann, *Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts* (2003), S. 189, 199 f. Zum rechtshistorischen Hintergrund des deutschen Konzepts siehe *Mossler*, in: *Schrage, Negligence* (2001), p. 361.

²² Für eine generelle deliktische Haftung für Vermögensschäden (ohne Nennung des § 823 Abs. 1 BGB) etwa *Herrmann*, *Zum Nachteil des Vermögens* (1978), S. 143 ff.

Recht²³ im Sinne von § 823 Abs. 1 BGB anzusehen ist.²⁴ Rechtsvergleichend ist das deutsche Recht deshalb als Paradigma eines „konservativen“ Deliktsrechts eingeordnet worden.²⁵

Insbesondere *Canaris* hat eine „haftungsbegrenzende Funktion des Systems der drei ‚kleinen‘ Generalklauseln“²⁶ ausgemacht. Damit will er aus den vorgefundenen Tatbeständen zugleich die Grenzen einer erweiternden Auslegung ableiten, indem er etwa hinsichtlich des Ersatzes reiner Vermögensschäden im Bereich des § 823 Abs. 2 BGB verlangt, es müsse die gesetzgeberische Grundsatzentscheidung gegen eine deliktische Generalklausel und gegen einen umfassenden Vermögensschutz berücksichtigt werden.²⁷ Aufgrund der Entscheidung gegen eine gesetzestechnische Tatbestandsumsetzung wird also zugleich der Ausschluss eines Rechtsguts aus dem Schutzbereich gefolgert. Bei dieser Sichtweise werden die vereinzelt vermögensschützenden Tatbestände zu rechtfertigungsbedürftigen „Durchbrechungen“ eines Deliktsrechts, das grundsätzlich auf die Verletzung absoluter Rechte beschränkt ist.²⁸ Die Anerkennung von generalklauselartigen Ausweitungen wie des „Rechts am Gewerbebetrieb“ erscheint als „verfehlt Versuch einer Ausweitung des Schutzes vor primären Vermögensschäden“.²⁹

b) Einwände gegen den Ausschluss von Vermögensschäden aus dem Deliktsrecht

Diese Ansicht ist allerdings schwer vereinbar mit der Existenz von § 824 BGB, der entgegen anders lautenden Einordnungsversuchen eindeutig eine Fahrlässigkeitshaftung für reine Vermögensschäden vorsieht.³⁰ Die These, dass jenseits von § 826 BGB ein Ersatz reiner Vermögensschäden nicht

²³ Rechtsvergleichend zur Ausdehnung „sonstiger Rechte“ v. *Bar*, *Gemeineuropäisches Deliktsrecht*, Bd. II (1999), Rn. 45: so hat etwa die italienische Rechtsprechung die Figur des „Rechts auf die Integrität des eigenen Vermögens“ entwickelt.

²⁴ RGZ 51, 92, 93, dazu und zur weiteren Rechtsprechung des RG *Zimmermann/Verse*, in: Falk/Mohnhaupt, *Das Bürgerliche Gesetzbuch und seine Richter* (2000), S. 319, 322 f. Diese Rechtsprechung wurde vom BGH fortgeführt, vgl. nur BGHZ 27, 137, 140. Aus der Literatur stellvertretend *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 36; *Deutsch*, JZ 1963, 385. *Wolfgang Zöllner* stieg noch mit 70 Jahren in seinem Tübinger Grundkurs Zivilrecht auf das Katheder, um von dort oben seinen Studenten ein für alle Male unvergesslich zu machen, dass das Vermögen kein Rechtsgut im Sinne von § 823 Abs. 1 BGB ist.

²⁵ *Bussani/Palmer*, in: dies., *Pure Economic Loss in Europe* (2003), p. 120, 125.

²⁶ *Canaris*, *VersR* 2005, 577, 581.

²⁷ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 48. Dazu bereits oben S. 48 f.

²⁸ *Wagner*, in: *MüKo-BGB*⁴ (2004), § 823 Rn. 176. Siehe auch *Knöpfle*, *NJW* 1967, 697, 700 („Fremdkörper“).

²⁹ *Canaris*, *VersR* 2005, 577, 582.

³⁰ Ausführlich oben S. 56 f.

möglich sei, ist daher bereits durch den Gesetzgeber des BGB selbst widerlegt. Es kann sich daher nur noch die Frage stellen, unter welchen Voraussetzungen für reine Vermögensschäden gehaftet werden soll.

Rechtsvergleichende Untersuchungen haben ergeben, dass nahezu alle Rechtsordnungen Einschränkungen im Bereich der Haftung für reine Vermögensschäden kennen.³¹ Dies gilt unabhängig davon, ob das jeweilige Deliktsrecht auf Einzeltatbeständen, „kleinen“ oder „großen“ Generalklauseln beruht; oftmals wird die Haftung sogar über vertragliche oder vertragsähnliche Instrumente begründet.³² Bei funktionaler Betrachtung tritt damit stärker das Haftungsergebnis in den Vordergrund und weniger der rechtsdogmatische Weg, auf dem es erreicht werden kann.³³ Nicht von ungefähr ist *Canaris* als Verfechter einer „Vertrauenshaftung“ zwischen Vertrag und Gesetz – der nach seiner eigenen Einschätzung kein prinzipieller, sondern nur ein gradueller Unterschied gegenüber dem Deliktsrecht zugrunde liegt³⁴ – einer der stärksten Verfechter einer einschränkenden Auslegung des Deliktsrechts. Letztlich schafft eine solche Auslegung des Deliktsrechts erst den Bedarf für die Anwendung einer an die culpa in contrahendo angelehnten vertragsähnlichen Haftung auf Fälle, die andere Rechte über die deliktische Generalklausel lösen.

Aus dem gleichen Befund an Tatbeständen im BGB und den durch die Rechtsprechung gesetzten Weiterung in Form von allgemeinen Verkehrspflichten, dem Schutz des Rechts am Gewerbebetrieb und des allgemeinen Persönlichkeitsrechts kann man aber auch den Schluss ziehen, dass der Unterschied des deutschen Deliktsrechts zum System der deliktischen Generalklausel nur noch ein formaler sei, der Sache nach aber nahezu der gleiche Schutz gewährt werde.³⁵

c) Zwischenfazit

Unabhängig davon, welche Grundposition man in diesem rechtsdogmatischen Streit einnimmt, besteht aber Einigkeit darüber, dass der Haftung für reine Vermögensschäden eine Sonderstellung zukommt und sie der Einschränkung bedarf. Zur Begründung beispielhaft genannt werden die Aspekte der Kanalisierung der Schadensabwicklung, des Schutzes der speziellen Haftungsvoraussetzungen des Vertragsrechts, der Divergenz zwi-

³¹ *van Boom/Kozioł/Witting*, in: dies., Pure Economic Loss (2004), p. 191.

³² *Bussani/Palmer*, in: dies., Pure Economic Loss in Europe (2003), p. 530, 532 ff.

³³ Im Einzelnen besteht rechtsvergleichend allerdings auch hinsichtlich der Lösung typischer Einzelfälle der Haftung für reine Vermögensschäden keineswegs Einigkeit, vgl. die Fallsammlung bei *Bussani/Palmer*, Pure Economic Loss in Europe (2003), p. 171 ff.

³⁴ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 90.

³⁵ So bereits von *Caemmerer*, in: FS 100 Jahre DJT (1960), Bd. II, S. 49, 113, ihm folgend *Hopt*, Schadensersatz aus unberechtigter Verfahrenseinleitung (1968), S. 225.

schen privatem und sozialem Schaden sowie der Ausschluss der Haftung für diffuse Schadensbilder.³⁶

2. Haftungsbegrenzung und Haftungsvorhersehbarkeit als Rechtfertigung eingeschränkten deliktsrechtlichen Schutzes

Die Begrenzung der Einstandspflicht für reine Vermögensschäden bewegt sich in dem Spannungsfeld der überkommenen, sich widersprechenden Sätze *casum sentit dominus* und *neminem laedere*.³⁷ Dabei ist zu bemerken, dass – international einheitlich – das Verbot der rechtswidrigen schuldhaften Schädigung im Rahmen von Vertragsverhältnissen umfassend verwirklicht ist und daher gerade auch die Einstandspflicht für reine Vermögensschäden umfasst.³⁸ Gegen die Übertragung dieses Prinzips auf das Deliktsrecht werden vor allem zwei Argumente sowie rechtspolitische Bedenken vorgebracht: das Dambruch-Argument, die unüberschaubare Anzahl von Anspruchstellern sowie die Sorge vor Beeinträchtigung der Freiheits- und Wettbewerbsordnung.

Nach dem Dambruch-Argument (engl. *floodgates*) begründet die Zulassung deliktischer Einstandspflichten für reine Vermögensschäden die Gefahr eines „Dambruchs“,³⁹ komplementär auch beschrieben als „ausufernde“ bzw. „uferlose“ Haftung.⁴⁰ Gemeint ist damit die Gefahr völlig unangemessener Haftungsfolgen, insbesondere enormer Haftungssummen, für relativ unscheinbare Sorgfaltsverstöße. Anders als bei der Verletzung absoluter Rechte, die zumeist einen bestimmten vorher abschätzbaren Wert haben, auf den sich die Haftung vorrangig bezieht, ist es die Eigenart von Vermögensschäden, grundsätzlich unbegrenzt und im Voraus schwer abschätzbar zu sein. Schulfälle sind die Vermögensverluste infolge von Stromausfällen oder Autobahnsperren.

Ähnlich gelagert ist die Sorge vor einer Ausuferung der Zahl potentiell Anspruchsberechtigter.⁴¹ Während absolute Rechte in der Regel einen ein-

³⁶ *Wagner*, in: Zimmermann, Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts (2003), S. 189, 230 ff.; *ders.*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 176.

³⁷ Vgl. *Deutsch*, Allgemeines Haftungsrecht² (1996), Rn. 861.

³⁸ Siehe nur *Koziol*, in: van Boom/Koziol/Witting, Pure Economic Loss (2004), p. 141, 145.

³⁹ *Bussani/Palmer*, in: dies., Pure Economic Loss in Europe (2003), p. 3, 16 ff.; *van Boom*, in: van Boom/Koziol/Witting, Pure Economic Loss (2004), p. 1, 33 f. Rechtsvergleichend siehe die Beiträge in: *Spier*, The Limits of Liability (1996).

⁴⁰ Im Zusammenhang mit den Kausalitätsanforderungen der Kapitalmarkthaftung BGH NZG 2007, 708, 709; interessanterweise taucht das Argument auch in der BGH-Rechtsprechung zum Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte auf, der die Haftung in Fällen begründet, die international zumeist über das Deliktsrecht gelöst werden, vgl. etwa BGHZ 159, 1, 8 m.w.N.

⁴¹ *van Boom*, in: van Boom/Koziol/Witting, Pure Economic Loss (2004), p. 1, 34 f.

zigen Träger und damit potentiell Geschädigten haben, weisen Vermögensschäden verursachende Handlungen die Eigenart auf, regelmäßig eine ganze Reihe von Folgevermögensschäden Dritter („mittelbar Geschädigte“) hervorzurufen, so etwa bei Ausfällen innerhalb von Produktions- oder Lieferketten.

Schließlich herrscht die rechtspolitische Sorge, eine allgemeine deliktische Haftung für Vermögensschäden könne einen Eingriff in die Handlungsfreiheit und die Wettbewerbsordnung darstellen. Zur freien Entfaltung der Persönlichkeit wie zum Wettbewerb gehöre es, dass der eine Bürger Vermögensinteressen des anderen beeinträchtigen dürfe und das häufig sogar vorsätzlich.⁴²

Es besteht daher Einigkeit darüber, dass die Haftung für reine Vermögensschäden grundsätzlich einer Begrenzung bedarf und für den potentiellen Schädiger in ihrem Umfang vorhersehbar sein muss. Streit herrscht aber darüber, welcher Stellenwert dieser Einschränkung rechtsdogmatisch zukommt. Während die Vertreter des restriktiven Ansatzes den Satz *casum sentit dominus* zum Paradigma erheben und in der Begrenzungsfunktion die Hauptaufgabe des Rechts der deliktischen Haftung für Vermögensschäden erblicken,⁴³ wird auch die gegenteilige Auffassung vertreten, wonach selbst bei der Haftung für reine Vermögensschäden das Gebot der Schadensvermeidung den Ausgangspunkt bilden müsse, dessen Einschränkung rechtfertigungsbedürftig sei.⁴⁴ Nach dieser Auffassung erscheinen Dammbruchargument und die Gefahr unzähliger mittelbar Geschädigter als Rechtfertigungsgründe der Einschränkung einer grundsätzlich unbeschränkten Haftung für die rechtswidrig schuldhafte Verletzung fremder Interessen.

3. Haftung für reine Vermögensschäden aus ökonomischer Sicht

Wenn sich die rechtlichen Auffassungen derart konträr gegenüberstehen, kann es hilfreich sein, einen Schritt zurückzutreten und auch die rechtsökonomischen Einsichten in den Blick zu nehmen. Die Deliktshaftung für reine Vermögensschäden ist eine geradezu klassische Fragestellung der ökonomischen Analyse des Rechts.⁴⁵ Die dort vorgenommene Differenzierung bewegt sich aber auf einer anderen Ebene als die gerade diskutierten rechtsdogmatischen Gründe für eine Haftungsbeschränkung.

Die ökonomische Analyse des Schadensrechts sucht nach dem sozial optimalen Sorgfaltsniveau, das sowohl die Vorsorgeaufwendungen als auch die Reduzierung des Schadensrisikos (sprich des Risikos eines volks-

⁴² Larenz/Canaris, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 75 I 3. b) (S. 356 f.).

⁴³ Prägnant Larenz/Canaris, a.a.O., S. 357.

⁴⁴ Picker, AcP 183 (1983), 369, 463 f.; ders., JZ 1987, 1041, 1047 ff.

⁴⁵ Speziell zur Sekundärmarkthaftung siehe bereits oben S. 140 ff.

wirtschaftlich relevanten Schadens⁴⁶) berücksichtigt.⁴⁷ Nach der auf den US-Richter *Learned Hand* zurückgehenden Formel⁴⁸ sind Vorsorgeaufwendungen nur dann effizient, wenn sie den zu erwartenden (sozialen) Schaden multipliziert mit der Schadenswahrscheinlichkeit nicht überschreiten.⁴⁹ Insbesondere in Wettbewerbssituationen oder bei Einflussnahmen Dritter auf Preise eines Gegenstands kommt es aber häufig nur zu einer Umverteilung von Vermögen, die volkswirtschaftlich neutral ist.⁵⁰ Was der eine verliert, gewinnt der andere hinzu, ein sozialer Schaden tritt dagegen nicht ein.⁵¹ Ökonomisch entscheidend ist daher, ob die aufgetretenen („privaten“) Vermögensseinbußen des Opfers gleichbedeutend mit den gesamtgesellschaftlichen Schäden sind.⁵² Nur wenn dies der Fall ist, aber auch immer dann, ist es aus rechtsökonomischer Sicht gerechtfertigt, dem Einzelnen vollen Ersatz seines Vermögensschadens zu gewähren. In dem zunächst eindeutig erscheinenden Fall, dass ein Dritter ein fehlerhaftes Wertgutachten für einen Verkaufsgegenstand erstellt, lässt sich die Haftung des Gutachters gegenüber dem Käufer nicht allein mit dem Vermögensverlust des Käufers rechtfertigen, da es insoweit zu einer reinen Umverteilung zwischen Käufer und Verkäufer kommt.⁵³ Auf der anderen Seite kommt es bei mittelbar Geschädigten häufig zu einem Gleichlauf von privaten und sozialen Schäden, so etwa bei Produktionsausfällen infolge von Stromausfällen oder gesperrten Autobahnen.⁵⁴

Ein Hauptproblem des Ansatzes liegt in der richtigen Kalkulation der sozialen Kosten.⁵⁵ So spricht etwa vieles dafür, bei den Vorsorgeaufwendungen nicht nur die eigenen Sorgfaltskosten des potentiellen Schädigers,

⁴⁶ Bezugspunkt der ökonomischen Analyse des Rechts ist die soziale Wohlfahrt, die durchaus nicht mit dem Begriff der Gerechtigkeit konform gehen muss, siehe *Kaplow/Shavell*, 114 Harv. L. Rev. 961 (2001).

⁴⁷ Allgemein *Shavell*, *Foundations of Economic Analysis of Law* (2004), p. 178. Im Zusammenhang mit der Haftung für reine Vermögensschäden *Parisi*, in: Bussani/Palmer, *Pure Economic Loss in Europe* (2003), p. 75, 78.

⁴⁸ Entwickelt in der Entscheidung *United States v. Carroll Towing Co.*, 159 F.2d 169, 173 (2d Cir. 1947).

⁴⁹ *Posner*, *Economic Analysis of Law*⁷ (2007), §6.1 (p. 167). Siehe auch unten S. 457.

⁵⁰ *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 301.

⁵¹ Siehe etwa *Backhaus*, in: Bussani/Palmer, *Pure Economic Loss in Europe* (2003), p. 57, 66 f., der die Einbußen infolge des Markteintritts eines Wettbewerbers behandelt.

⁵² Grundlegend *Bishop*, 2 Oxford J. Legal Stud. 1, 4 ff. (1982).

⁵³ *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 301. Hier kommt eine Haftung aber dann in Betracht, wenn die Beauftragung des Gutachters gerade der Einschätzung des Kaufpreises dient und das Haftungsrisiko bei der Bestimmung des Honorars berücksichtigt werden konnte, vgl. *Dari-Mattiacci/Schäfer*, in: Eger/Schäfer, *Ökonomische Analyse der europäischen Zivilrechtsentwicklung* (2007), S. 516, 532 ff.

⁵⁴ *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 306 f.

⁵⁵ Siehe auch schon oben im Zusammenhang mit der Sekundärmarkthaftung S. 142.

sondern auch Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft zu berücksichtigen. Ein Beispiel sind durch Dritte bereitgehaltene Ersatzkapazitäten.⁵⁶

Im vorliegenden Zusammenhang deuten die rechtsökonomischen Erkenntnisse darauf hin, dass sich die Frage der Sinnhaftigkeit einer deliktischen Haftung für reine Vermögensschäden nur schwer allgemein beantworten lässt. Es kommt vielmehr auf den jeweiligen Kontext an. Selbst wenn daher in allgemeinen deliktsrechtlichen Zusammenhängen eine restriktive Handhabung der Ersatzfähigkeit reiner Vermögensschäden geboten sein mag, können im Spezialdeliktsrecht aufgrund des veränderten wirtschaftlichen Zusammenhangs andere Wertungen angebracht sein.

4. Einordnung des Kapitalmarktdeliktsrechts in das Gefüge der deliktischen Haftung für reine Vermögensschäden

a) Unstreitige Ausgangspunkte

Als Zwischenergebnis der Betrachtung zur Haftung für reine Vermögensschäden kann zunächst festgehalten werden, dass die Ersatzfähigkeit solcher Schäden nur im Bereich der Fahrlässigkeitshaftung streitig ist. Die Ersatzfähigkeit im Rahmen der Vorsatzhaftung des § 826 BGB macht dagegen gerade einen wesentlichen Pfeiler der restriktiven Sichtweise hinsichtlich der Vermögenshaftung aus. Soweit daher Emittenten, Vorstände oder sonstige Marktteilnehmer vorsätzlich falsche Informationen am Kapitalmarkt verbreiten, steht die Ersatzfähigkeit der dadurch verursachten Schäden außer Frage.

Darüber hinaus ist im Bereich der Fahrlässigkeitshaftung die Ersatzfähigkeit von Vermögensschäden ebenfalls unbestritten, sofern sie sich als Folge der Verletzung eines Schutzgesetzes im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB darstellen. Da die kodifizierten Kapitalmarktdelikte ihrer Struktur nach aber Unterfälle von § 823 Abs. 2 BGB sind,⁵⁷ liegen sie in dem rechtsdogmatisch weithin akzeptierten Feld der Ausnahmen vom Grundsatz der Nichtersatzfähigkeit von Vermögensschäden.

b) Sonderrechtsspezifische Bestimmung des Haftungsumfanges

Fraglich kann eine kapitalmarktdeliktsrechtliche Haftung daher nur sein, soweit es um die Verletzung nicht durch Spezialtatbestände haftungsrechtlich bewehrter Pflichten geht. Insoweit bedarf die umfassende Begründung von Schutzgesetzeigenschaften nach der hergebrachten h.M. aufgrund der intendierten Rechtsfolge des Vermögensschadensersatzes einer gesteiger-

⁵⁶ *Dari-Mattiacci/Schäfer*, in: Eger/Schäfer, *Ökonomische Analyse der europäischen Zivilrechtsentwicklung* (2007), S. 516, 528 ff.

⁵⁷ Vgl. oben S. 26, 35, 42 und 43.

ten Rechtfertigung.⁵⁸ Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des Dambrucharguments und der Sorge vor einer Potenzierung der Anspruchstellerzahl.

Der BGH hat im Zusammenhang mit den Beweisanforderungen bezüglich der Kausalität im Kapitalmarktdeliktsrecht ausdrücklich vor einer „uferlosen Haftung“ gewarnt⁵⁹ und darin eine Rechtfertigung für die Aufstellung hoher Haftungshürden gesehen.⁶⁰ Letztlich überzeugt diese Argumentation aber nicht. Denn erstens sind die zu erwartenden Schäden im Kapitalmarktdeliktsrecht – im Gegensatz etwa zu Folgeschäden bei Unterbrechung von Infrastruktureinrichtungen – für den Schädiger im Voraus sehr gut kalkulierbar: Da sich der Schadensersatz nach dem hier vertretenen Konzept des Schutzes von marktlichen Preisbildungsprozessen auf die fehlinformationsbedingte Preisdifferenz beschränkt⁶¹ und die Handelsumsätze in Finanzinstrumenten öffentlich verfügbare Informationen sind, lässt sich recht genau kalkulieren, welche Schadensrisiken bei einer Fehlinformationsphase von bestimmter Dauer zu erwarten sind. Damit bleibt letztlich nur die Sorge, eine solche Schadensbelastung sei eine unangemessene Sanktion für eine relativ leicht zu begehende Pflichtverletzung. Dass dies nicht so ist, sollte im Kapitel ökonomische Grundlagen gezeigt und kann hier wie folgt zusammengefasst werden: Hinsichtlich von Primärmarktschäden wird eine Haftung bereits deshalb benötigt, um ausreichend davor abzuschrecken, der Gesellschaft beim Börsengang Kapital zulasten der Anleger zuzuführen. Aber auch am Sekundärmarkt rechtfertigen Anreizmechanismen der Corporate Governance eine Sanktionierung durch eine Schadensersatzbewehrung, die geeignet ist, tatsächlich verhaltenssteuernd auf das Publizitätsverhalten der Marktteilnehmer einzuwirken.⁶²

Die Sorge vor einer Potenzierung der Anspruchsteller ist im Kapitalmarktdeliktsrecht zu vernachlässigen. Zwar handelt es sich um ein Rechtsgebiet, in dem typischerweise Streuschäden auftreten und sich die Schädiger einer Vielzahl von Geschädigten gegenüber sehen. Jedoch ist deren Kreis durch das Transaktionserfordernis⁶³ hinreichend eingeschränkt und die jeweils erlittenen Schäden bewegen sich zumeist auf einem niedrigen Niveau, so dass die Diskussion im Kapitalmarktdeliktsrecht nicht darum kreist, wie die Zahl der Anspruchsteller beschränkt werden kann, sondern

⁵⁸ Dazu bereits oben S. 48 f.

⁵⁹ BGH NZG 2007, 708, 709. Kausalitätsanforderungen sind ein gebräuchliches Mittel zur Haftungsbegrenzung bei reinen Vermögensschäden, vgl. v. Bar, Gemeineuropäisches Deliktsrecht, Bd. II (1999), Rn. 24 f.

⁶⁰ Dazu ausführlich unten S. 518.

⁶¹ Dazu ausführlich unten S. 493 f.

⁶² Vgl. zum Ganzen oben S. 112 f. und S. 157 ff.

⁶³ Dazu unten S. 340 ff.

vielmehr darum, wie es gerade den gering Geschädigten ermöglicht werden kann, ihre Ansprüche kosten- und aufwandsgünstig durchzusetzen.⁶⁴

Auch rechtspolitisch ist gegen eine gesteigerte Kapitalmarkthaftung nichts zu erinnern. Es geht nicht darum, in den Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt einzugreifen, sondern diesen erst in einer Form zu ermöglichen, die Bedingung der Möglichkeit von Allokationseffizienz ist. Indem das Kapitalmarktdeliktsrecht den Schwerpunkt auf die Gewährleistung richtiger Informationsverbreitung setzt, ermöglicht es den Emittenten, das Kapital möglichst genau zu dem Preis aufzunehmen, der ihren Erwerbssichten im Wettbewerb entspricht.

Rechtsdogmatisch lässt sich schließlich anführen, dass die beruflichen Verkehrspflichten zum Schutz fremden Vermögens ein Bereich sind, für den eine gesteigerte Einstandspflicht für Vermögensschäden nahezu unbestritten ist.⁶⁵ Der Kapitalmarkt stellt ein typisches Beispiel für ein derartiges berufliches Auftreten am Markt als Grundlage einer Pflichtenverstärkung dar, das auch rechtsvergleichend als Anwendungsfall der Haftung für reine Vermögensschäden weithin akzeptiert ist.⁶⁶ Kapitalmarkthaftung ist daher eine anerkannte Ausnahme von den Restriktionen deliktsrechtlichen Vermögensersatzes.⁶⁷

⁶⁴ Dazu unten S. 546 ff.

⁶⁵ Grundlegend *Hopt*, AcP 183 (1983), 608, 705 ff.

⁶⁶ *Bussani/Palmer*, in: dies., *Pure Economic Loss in Europe* (2003), p. 530, 534; v. *Bar*, *Gemeineuropäisches Deliktsrecht*, Bd. I (1996), Rn. 501 ff.

⁶⁷ *Kalss*, in: van Boom/Koziol/Witting, *Pure Economic Loss* (2004), p. 77, 87 et seq.

§ 7 Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der Kapitalmarktteilnehmer

Wie nicht zuletzt die Einordnung des Kapitalmarktdeliktsrechts in den Bereich der gesteigerten Einstandspflicht professioneller Sachkenner zeigt, handelt es sich um ein Rechtsgebiet, das eine außerordentliche rechtliche Strukturierung aufweist, die es von allgemein deliktischen Haftungsvorschriften unterscheidet. Dies ist in der Rechtsordnung kein singuläres Phänomen, vielmehr gibt es eine Reihe von rechtsdogmatischen Theorien für bestimmte Bereiche des Wirtschaftslebens, die auf eine ähnliche Abgrenzung zielen und, wie sogleich zu zeigen sein wird, etablieren auch einige Titel im BGB ein gegenüber den allgemeinen Vorschriften sonderrechtliches Regime.

Die spezialgesetzlichen Kapitalmarkthaftungstatbestände, wie sie im Allgemeinen Teil dargestellt wurden, bilden den Kernbestand eines auf die Gewährleistung von Anleger- und Funktionenschutz ausgerichteten Rechtsgebiets. Dieses Rechtsgebiet ist vor allem dadurch gekennzeichnet, dass es gegenüber dem allgemeinen Haftungsrecht Modifikationen vornimmt, die den besonderen Sachbedürfnissen und Regelungszielen geschuldet sind. Es liegt daher nahe, in einer rechtssystematischen Umschau zunächst nach ähnlichen Regelungsmodellen Ausschau zu halten, um daraus Folgerungen für das Kapitalmarktdeliktsrecht zu ziehen. Dabei bietet sich vor allem ein Blick auf die gesetzlichen Sonderrechtsverhältnisse an.

1. Konzept gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse

Herkömmlich wird der Begriff „Sonderrechtsverhältnis“ zumeist auf Schuldverhältnisse nach § 241 Abs. 2 BGB bezogen. Dies ist aber eine zu enge Beschränkung eines Regelungskonzepts, das Gegenstand einer Reihe rechtsdogmatischer Theorien geworden ist und auch im geschriebenen Recht jenseits der §§ 241 ff. BGB seinen Niederschlag gefunden hat. Die für die vorliegende Betrachtung wichtigsten rechtsdogmatischen Theorien über gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse sollen im Folgenden kurz dargestellt werden, ehe einige Beispiele gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse im positiven Recht untersucht werden.

1. Rechtsdogmatische Konzeptionen

Mit dem Ausdruck „gesetzliches Sonderrechtsverhältnis“ wird im Folgenden eine rechtliche Verbindung zweier oder mehrerer Personen bezeichnet, die aufgrund der Erfüllung eines Tatbestands begründet wird und nicht auf einem privatautonomen Entschluss der Betroffenen beruht. Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse können den Kreis der geschützten Rechtsgüter, aber auch den der haftpflichtigen Personen und des anwendbaren Verschuldensmaßstabs verändern.

a) Theorie der Vertrauenshaftung (*Canaris*)

Nach der von *Canaris* konzipierten Theorie der „Vertrauenshaftung“ trifft denjenigen, der in einer bestimmten Richtung berechtigtes Vertrauen erweckt, eine Einstandspflicht, die entweder auf „Vertrauensentsprechung“ oder auf „Ersatz des Vertrauensschadens“ gerichtet sein kann.¹ Der Vertrauenstatbestand wird dabei als rein tatsächliche Anspruchsvoraussetzung verstanden, die nicht auf einer Ermächtigung des Verpflichteten beruht.² Gerade auch im Zusammenhang mit vertragsbegleitenden Pflichten sei davon auszugehen, dass sämtliche Schutzpflichten auf einem einheitlichen Schutzverhältnis beruhten, das durch die Anfechtung oder Nichtigkeit des Vertrags nicht berührt werde.³ Es handelt sich bei dem Vertrauenstatbestand daher um ein gesetzliches Rechtsverhältnis, um eine Haftung „ex lege“.⁴

Die Vertrauenshaftung stellt ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis dar, weil an ein tatsächliches Verhalten jenseits des Vertragsrechts haftungsbewehrte Pflichten geknüpft werden, die über die Verbote des allgemeinen Deliktsrechts hinausgehen.⁵ Die Erfüllung des Vertrauenstatbestands schafft eine neue rechtliche Situation für den Verpflichteten: Entgegen den Einschränkungen des allgemeinen Deliktsrechts besteht im Rahmen des Vertrauensverhältnisses eine unbeschränkte Haftung für die fahrlässige Verletzung von Vermögensinteressen des Vertrauenden.

b) Gesetzliches Schuldverhältnis auf Anlegerschutz (*Hopt*)

Im Rahmen der Begründung einer anlegerschützenden Verhaltensordnung für Kreditinstitute, die vorrangig auf einem allgemeinen Bankvertrag als

¹ *Canaris*, Vertrauenshaftung (1971), S. 491.

² *Canaris*, Vertrauenshaftung (1971), S. 502 f.

³ *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 102 ff.

⁴ *Canaris*, Vertrauenshaftung (1971), S. 428 ff.

⁵ Die Rechtsfolgen des Vertrauensverhältnisses sollen nur zugunsten des Vertrauenden eintreten, siehe *Canaris*, Vertrauenshaftung (1971), S. 518 ff.

Rahmenvertrag beruht,⁶ stützt sich *Hopt* für den Sonderfall des Nichtzustandekommens oder der Unwirksamkeit eines solchen Vertrages auf eine nach den Grundsätzen der Geschäftsverbindung als gesetzliches Schuldverhältnis begründete Sonderbeziehung.⁷ Diese Sonderbeziehung umfasst im Gegensatz zum Vertragsverhältnis nicht die nur privatautonom vereinbarten Leistungspflichten, sondern lediglich Schutzpflichten, insbesondere hinsichtlich Beratung und Aufklärung.⁸

Dass es sich bei dem gesetzlichen Schuldverhältnis auf Anlegerschutz um ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis handelt, liegt auf der Hand. Interessant ist sein Anwendungsbereich: Er liegt dort, wo eine Schutzlücke besteht, weil eine Absicherung durch privatautonome Sonderverbindungen, die man eigentlich erwarten würde, nicht eingreift.

c) Sonderverbindung kraft Leistung (*Picker*)

Als nächstes soll *Pickers* Haftung aufgrund einer Sonderverbindung kraft faktischer Leistungsbeziehung betrachtet werden. Ausgehend von seinem Konzept einer Differenzierung der Schadenshaftung nach allgemeiner und Sonderrechtsebene,⁹ entwickelt er die Idee einer Eingrenzung des Kreises der Anspruchsteller durch eine Leistungsbeziehung, die zwar nicht auf einem Vertrag beruht, aber wie dieser die gleiche personale Bezogenheit und Finalität des Kontakts aufweist.¹⁰ Anwendungsfälle seien etwa die Gutachterhaftung, aber auch die Prospekthaftung.¹¹

Auch hierbei handelt es sich um ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis, welches dadurch begründet wird, dass die Parteien in einen qualifizierten Kontakt treten, bei dem sich das Fehlen einer vertraglichen Verbundenheit „rechtlich also als eine Zufälligkeit“¹² darstellt.

d) Unternehmerische Außenhaftung (*Hirte*)

Der letzte Entwurf eines gesetzlichen Sonderrechtsverhältnisses, der hier vorgestellt werden soll, ist die von *Hirte* im Rahmen der Berufshaftung entwickelte Theorie einer unternehmerischen Außenhaftung.¹³ Dies soll sich in ein allgemeines Unternehmensrecht eingliedern und daher neben Kaufleuten im Sinne des Handelsrechts auch Freiberufler treffen. Ge-

⁶ *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 393 ff., insbesondere S. 399 ff.

⁷ *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 404 ff.

⁸ *Hopt*, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 409.

⁹ *Picker*, AcP 183 (1983), 369, 508 ff.

¹⁰ *Picker*, JZ 1987, 1041, 1057 f.; *ders.*, in: FS Medicus (1999), S. 397, 438 ff.

¹¹ *Picker*, JZ 1987, 1041, 1057.

¹² ebd.

¹³ *Hirte*, Berufshaftung (1996), S. 417 ff.

schützt werden im Rahmen der Vorhersehbarkeit sowohl Vertragspartner als auch Dritte.¹⁴

Die unternehmerische Außenhaftung soll nach Vorstellung von *Hirte* als Teil eines weit verstandenen Vertragsrechts gelten.¹⁵ Da aber einerseits ein direkter Vertragsschluss zwischen dem Anspruchsteller und dem Haftpflichtigen nicht vorausgesetzt wird und andererseits die Vorhersehbarkeit den Kreis der Anspruchsberechtigten begrenzen soll, handelt es sich ebenfalls um ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis im hier verwendeten Sinne.

2. Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse im positiven Recht

Jenseits der eben betrachteten Theorien, die auf vermutete Defizite des kodifizierten Rechts reagieren, indem sie eine Ergänzung vorschlagen, enthält aber auch das positive Recht eine Reihe von gesetzlichen Rechtsverhältnissen, die als gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse qualifiziert werden können.

a) *Culpa in Contrahendo*

Bereits seit längerem ist gewohnheitsrechtlich anerkannt, dass die Aufnahme von Vertragsverhandlungen und ähnliche geschäftliche Kontakte ein Schuldverhältnis zwischen den Verhandlungsparteien entstehen lassen.¹⁶ Seit der Schuldrechtsreform ist dieses Schuldverhältnis in den §§ 311 Abs. 2 und 3, 241 Abs. 2 BGB kodifiziert. Jenseits des Streits um den Geltungsgrund dieses vorvertraglichen Pflichtenprogramms,¹⁷ herrscht jedenfalls Einigkeit darüber, dass es sich um ein *gesetzliches Schuldverhältnis* handelt, dessen Begründung nicht von einer Einwilligung der Parteien, sondern der Erfüllung eines gesetzlichen Tatbestands des § 311 Abs. 2 oder 3 BGB abhängt.¹⁸

Der Umfang des Schutzes richtet sich nach der Generalklausel des § 241 Abs. 2 BGB, der die konkretisierungsbedürftige Formulierung aufweist, dass das Schuldverhältnis nach seinem Inhalt jeden Teil zur Rücksicht auf die Rechte, Rechtsgüter und Interessen des anderen Teils verpflichten *kann*. Konkret kommt es für die Reichweite der Pflichten nach der Formulierung von § 241 Abs. 2 BGB auf den Inhalt des Schuldverhält-

¹⁴ *Hirte*, Berufshaftung (1996), S. 418, 420, 424.

¹⁵ *Hirte*, Berufshaftung (1996), S. 424 ff.

¹⁶ Statt aller *Löwisch*, in: Staudinger (2005), § 311 Rn. 92 m.w.N. Zur Geschichte der culpa in contrahendo auch *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht (2001), S. 76 ff.

¹⁷ Siehe dazu die Darstellung bei *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht (2001), S. 417 ff.

¹⁸ *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 59.

nisses an, der bei der gesetzlichen Haftung des § 311 Abs. 2 und 3 BGB nach deren Ratio ermittelt werden muss. Insoweit wird aber ohne Diskussion allgemein unterstellt, dass das nach § 311 Abs. 2 und 3 BGB begründete gesetzliche Schuldverhältnis im Rahmen des Pflichtenprogramms des § 241 Abs. 2 BGB dieselben Rechtsgüter schützt wie ein nach § 311 Abs. 1 BGB durch Vertrag begründetes Schuldverhältnis.¹⁹ Ganz offensichtlich handelt es sich um ein weitaus größeres Pflichtenprogramm als es die §§ 823 ff. BGB aufstellen.

Neben der größeren Reichweite des Schutzes begründet das Rechtsverhältnis nach § 311 Abs. 2 und 3 BGB zugleich einen Anknüpfungspunkt für die Zurechnung nach § 278 BGB.²⁰ Dieser ist nur auf Sonderrechtsverhältnisse anzuwenden.²¹

b) Geschäftsführung ohne Auftrag

Die §§ 677 ff. BGB vereinen mehrere Tatbestände, die dadurch gekennzeichnet sind, dass ein „Geschäftsführer“ ohne vertragliche Ermächtigung in fremden Angelegenheiten tätig wird. Obwohl es sich also eigentlich um die typische Konstellation des Deliktsrechts handelt, kommt es aufgrund der Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen dazu, dass zwischen Geschäftsführer und „Geschäftsherr“ ein gesetzliches Schuldverhältnis entsteht.²² Dieses besondere gesetzliche Ausgleichsschuldverhältnis soll fremdnütziges Handeln durch Begünstigung des rechtmäßig handelnden Fremdgeschäftsführers fördern, andererseits den Geschäftsherrn vor unbefugter und unerwünschter Einmischung in seine Angelegenheiten schützen.²³

Die Regeln über die Geschäftsführung ohne Auftrag zeigen, dass das BGB auf bestimmte Regelungsbedürfnisse flexibel reagiert, indem es zur Schaffung von Anreizen zu gewünschtem Tun und zum Schutz vor rechtlich sonst nicht erfassten Beeinträchtigungen ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis schafft. Auch wenn es zunächst eher fern liegend anmutet, aus den Regelungen der Geschäftsführung ohne Auftrag systematische Argumente für das Kapitalmarktdeliktsrecht zu gewinnen, so verbindet diese Rechtsgebiete doch mehr als es auf den ersten Blick erscheinen mag. Die Geschäftsführung ohne Auftrag ersetzt die vertragliche Grundlage der Ge-

¹⁹ Vgl. RegE SMG BT-Drucks. 14/6040, S. 163, wonach im Rahmen der culpa in contrahendo nach § 241 Abs. 2 BGB „Rechte, Rechtsgüter und Interessen“ des anderen Teils geschützt seien.

²⁰ Allgemeine Ansicht, siehe nur *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 227.

²¹ Vgl. nur *Grundmann*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 278 Rn. 15.

²² *Seiler*, in: MüKo-BGB⁴ (2005), Vorbemerkungen § 677 Rn. 4; *Mansel*, in: *Jauernig, BGB*¹² (2007), § 682 Rn. 2; *Gehrlein*, in: *Bamberger/Roth, BGB* (Stand: 1.6.2007), § 677 Rn. 1.

²³ *Mansel*, in: *Jauernig, BGB*¹² (2007), vor § 677 Rn. 2.

schäftsführungspflichten durch eine gesetzliche. Anknüpfungspunkt ist die Vornahme eines fremden Geschäfts mit dem Willen, es im Interesse des Geschäftsherrn zu führen. Das Kapitalmarktdeliktsrecht statuiert ebenfalls gesetzliche Pflichten der Unternehmensleitung im Interesse einer Vielzahl von Anlegern an organisierten Märkten, womit u.a. individualvertragliche Vereinbarungen mit einer Vielzahl von Investoren entbehrlich werden. Ein wesentlicher Unterschied ist allerdings hinsichtlich der Vielzahl der Prinzipale zu machen, denen die kapitalmarktrechtlichen Pflichten dienen, wobei diese Besonderheit zu einem Großteil dadurch aufgewogen wird, dass zwischen diesen Prinzipalen im Hinblick auf die durch das Kapitalmarktdeliktsrecht geschützten Belange ein Interessengleichlauf zu konstatieren ist.

c) Eigentümer-Besitzer-Verhältnis

Infolge der Vindikationslage, die selbst dinglicher Natur ist, entsteht ein gesetzliches Schuldverhältnis, das in den §§ 987-1003 BGB geregelt ist.²⁴ Nach herrschender Meinung handelt es sich um eine Privilegierung des redlichen und unverklagten unrechtmäßigen (Eigen-)Besitzers gegenüber dem allgemeinen Delikts- und Bereicherungsrecht.²⁵ Wie die Regelung des § 993 Abs. 1 letzter HS BGB verdeutlicht, verdrängt das Eigentümer-Besitzer-Verhältnis die allgemeine deliktische Haftung vollständig. Dies ist gerade deshalb bemerkenswert, da es sich um Verletzungen des Eigentums und damit um einen Kernbereich des am Schutz absoluter Rechte orientierten § 823 Abs. 1 BGB handelt.

Das Eigentümer-Besitzer-Verhältnis zeigt, wie es aufgrund besonderer Schutzwürdigkeiten dazu kommen kann, dass das allgemeine Deliktsrecht der §§ 823 ff. BGB in seinen Kernbereichen durch ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis mit eigenen Regeln überlagert wird.

3. Kriterien für die Entstehung gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse

Fraglich ist, welche Folgerungen aus dieser heterogenen Zusammenstellung von rechtstheoretischen Konzeptionen gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse für die hier untersuchte Fragestellung gezogen werden können, wie das Kapitalmarktdeliktsrecht in das allgemeine System des BGB zu integrieren ist. Dazu sollen zunächst einmal die Kriterien abstrahiert wer-

²⁴ Mot. III 400 ff.; *Gursky*, in: Staudinger (2005), Vorbem zu §§ 987-993 Rn. 37; *Jauernig*, in: Jauernig, BGB¹² (2007), Vorbemerkungen zu § 985 Rn. 1.

²⁵ RGZ 137, 206; *Fritzsche*, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 987 Rn. 3; *Gursky*, in: Staudinger (2005), Vorbem zu §§ 987-993 Rn. 4; *Jauernig*, in: Jauernig, BGB¹² (2007), Vorbemerkung zu §§ 987-993 Rn. 2; *Medicus*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), Vorbemerkung zu §§ 987 bis 1003 Rn. 6 f.

den, die dafür verantwortlich sind, dass sich ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis bildet.

a) *Bedürfnis für eine Sonderregelung*

Als erste und augenfälligste Gemeinsamkeit aller behandelten Konzeptionen und gesetzlichen Ausgestaltungen von Sonderrechtsverhältnissen lässt sich festhalten, dass es sich um Konstellationen handelt, in denen das herkömmliche allgemeine Deliktsrecht an seine Grenzen stößt bzw. mit seinen Wertungen unpassend erscheint. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf den Schutz von Vermögensinteressen des Betroffenen. Abgesehen vom Eigentümer-Besitzer-Verhältnis ermöglichen alle behandelten Sonderrechtsverhältnisse den Ersatz reiner Vermögensschäden bereits bei Fahrlässigkeit. Damit einhergehend wird der Kreis der Personen erweitert, deren Handlungen sich der Haftpflichtige zurechnen lassen muss; in der Regel verdrängt § 278 BGB die deliktische Zurechnung nach § 831 BGB.

Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse führen aber keineswegs nur zu einer einseitigen Privilegierung des Geschützten. Das Eigentümer-Besitzer-Verhältnis zeigt, dass in bestimmten Konstellationen auch der Haftpflichtige Schutz vor den zu strengen Anforderungen des allgemeinen Deliktsrechts verdient, insbesondere im Bereich des Verschuldens. Gleichsinnig wird auch im Rahmen der Geschäftsführung ohne Auftrag je nach Schutzwürdigkeit des Schädigers beim Verschuldensmaßstab differenziert. Leitender Gesichtspunkt ist dabei, die Freiheit des potentiellen Schädigers zu erhalten und Anreize zu Verhaltensweisen zu schaffen, die von der Rechts- und Gesellschaftsordnung erwünscht sind, wie etwa die Gefahrenabwehr. Die durch die Sonderrechtsverhältnisse geschaffenen Abweichungen vom allgemeinen Deliktsrecht folgen daher zuallererst dem Ziel der Sachdienlichkeit. Haftungsausweitung kann dagegen nicht als eigenständiges Ziel angenommen werden.

b) *Tatsächliches Näheverhältnis*

Alle rechtsdogmatisch-rechtsfortbildenden Konstruktionen setzen bei Situationen an, in denen tatsächlich eine Nähebeziehung zwischen den Beteiligten besteht, wie sie auch privatautonom begründet sein *könnte*, die geschriebene Rechtsordnung aber keine Sonderbeziehung annimmt und das allgemeine Deliktsrecht kein hinreichendes Instrumentarium zum Schutz des mit seinem Vermögen Betroffenen zur Verfügung stellt. Den Sonderrechtsverhältnissen des positiven Rechts liegen dagegen unterschiedliche Konzepte zugrunde: Während culpa in contrahendo und Geschäftsführung ohne Auftrag jeweils Konstellationen betreffen, in denen ebenfalls eine vertragsähnliche Nähebeziehung besteht, die jedoch nicht auf einem Kon-

sens der Parteien, sondern auf tatsächlichem Verhalten beruht, schützt das Eigentümer-Besitzer-Verhältnis die Handlungsfreiheit desjenigen, der fälschlicherweise glaubt, aufgrund einer dinglichen Sonderbeziehung mit einer Sache gemäß § 903 BGB verfahren zu können.

Es lässt sich daher verallgemeinern, dass gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse regelmäßig im Zusammenhang mit besonderen Nähebeziehungen auftreten. Das Kriterium des Näheverhältnisses ist allerdings nur bedingt geeignet, um die Statuierung eines Sonderrechtsverhältnisses als solche zu rechtfertigen; ansonsten würde das Erfordernis eines privatautonomen Vertragsschlusses nivelliert. Ihm kann aber Bedeutung bei der Frage zukommen, wann und zu wem ein haftungsbewehrtes Sonderrechtsverhältnis im Einzelfall entsteht, das es gerechtfertigt erscheinen lässt, denjenigen, der mit Billigung der Rechtsordnung die faktische Möglichkeit erhält, auf die Interessen des anderen Teils einzuwirken, strengeren Pflichten zu unterwerfen als denen des allgemeinen Deliktsrechts.²⁶

II. Herleitung und Struktur des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses

Wenn man die bisherigen Zwischenergebnisse zusammenbringt, lässt sich daraus das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis ableiten.

1. Bedürfnis für ein kapitalmarktrechtliches Sonderrechtsverhältnis

Das derzeitige Kapitalmarktdeliktsrecht besteht aus einer Zersplitterung in die Spezialtatbestände der Kapitalmarktgesetze auf der einen und einer im Wesentlichen auf § 826 BGB fußenden, sehr restriktiven Handhabung des allgemeinen Deliktsrechts ohne Rückbindung an die Besonderheiten des Kapitalmarkts auf der anderen Seite. Dies führt zu dem misslichen Ergebnis, dass das deutsche Recht weit hinter den Möglichkeiten entwickelter Kapitalmarktrechte, wie sie beispielhaft für das US-amerikanische Kapitalmarktdeliktsrecht gezeigt wurden, zurückbleibt. Dabei handelt es sich aber nicht nur rechtsvergleichend um einen Entwicklungsrückstand. Viel wichtiger erscheint, dass ein derart zersplittertes Kapitalmarkthaftungsrecht den Herausforderungen nicht mehr gerecht werden kann, die sich aufgrund der zunehmenden Bedeutung öffentlicher Kapitalmärkte für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland und ganz Europa stellen. Die derzeitige Rechtspraxis droht aus Anlegersicht zum Standortnachteil zu werden. Damit sind aber nicht nur die Anleger geschädigt, sondern auch

²⁶ Vgl. das Treuhandkonzept von *Grundmann*, Treuhandvertrag (1997), S. 212 ff., wonach die besondere Inpflichtnahme des Treuhänders darauf beruht, dass ihm ein Treugut gegenleistungslos übertragen und ihm die Möglichkeit der Einflussnahme darauf gewährt wird.

die Emittenten, denen die Möglichkeit genommen wird, auf wirklich entwickelten Kapitalmärkten Kapital aufzunehmen, mit entsprechender Breite der Anlageformen bzw. Vielfalt der Marktteilnehmer und einer Tiefe des Marktes, die eine jederzeitige Kapitalaufnahmemöglichkeit auch in erheblichem Umfang gewährleistet. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Kapitalmärkten reicht weit über die Möglichkeit zur Kapitalaufnahme und Vermögensanlage hinaus, so dass ein unterentwickeltes Kapitalmarkthaftungsrecht letztlich auch negative Rückwirkungen auf die Corporate Governance hat.²⁷

Das allgemeine Deliktsrecht, insbesondere § 826 BGB, wie es bisher ohne Berücksichtigung der kapitalmarktrechtlichen Besonderheiten angewandt wird, hat sich als nicht geeignet erwiesen, die Voraussetzungen für eine den wirtschaftlichen Bedürfnissen angemessene Kapitalmarkthaftung zu schaffen.²⁸ Dies bedeutet aber nicht, dass lediglich de lege ferenda die Aufforderung an den Gesetzgeber zu richten wäre, den mit dem Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz vorgezeichneten Weg wieder aufzunehmen und durch Spezialgesetze Abhilfe zu schaffen. Vielmehr hält bereits das geltende Deliktsrecht hinreichende Möglichkeiten bereit, um bei sachgerechter Anwendung ein ausdifferenziertes Kapitalmarktdeliktsrecht zu entwickeln. Dies zeigt insbesondere der rechtsvergleichende Blick in die USA: Auch dort beruht der nahezu in allen Fällen zur Anwendung kommende Grundtatbestand auf der mit den Mitteln des allgemeinen Deliktsrechts zu einem Spezialdeliktsrecht der Kapitalmärkte weiterentwickelten Anwendung eines als drittschützend anerkannten Marktmanipulationsverbots. Es handelt sich daher um ein im Wesentlichen durch die Rechtsprechung und Wissenschaft geschaffenes Haftungsrecht, obwohl auch in den USA eine ganze Reihe von Spezialdeliktstatbeständen existiert.

2. *Regelungskonzeption*

a) *Funktional gleichwertiger Schutz vor Pflichtverletzungen*

Der Sache nach geht es bei der Begründung eines kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses vor allem darum, einen funktional gleichwertigen Schutz über diejenigen Fälle hinaus zu gewährleisten, die in den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen erfasst werden. Insoweit²⁹ kann das US-amerikanische Kapitalmarktdeliktsrechts uneingeschränkte Vorbildfunktion für sich in Anspruch nehmen. Denn es macht aus Sicht der Preisbildung am Primärmarkt keinen Unterschied, ob eine fehlerhafte Information im Prospekt enthalten ist oder etwa auf der Roadshow oder mittels

²⁷ Vgl. oben S. 143 ff. und S. 186 ff.

²⁸ Ausführlich dazu oben S. 64 ff.

²⁹ Nicht aber ohne weiteres in mancher anderen Hinsicht, siehe etwa unten S. 225.

einer Pressemitteilung verbreitet wird; in allen Fällen ist es Aufgabe des Kapitalmarktrechts, haftungsrechtlich gegenzusteuern, sei es durch § 44 BörsG oder durch allgemeine deliktsrechtliche Vorschriften.³⁰ Am Sekundärmarkt gilt ebenfalls, dass es aus Sicht des Preisbildungsprozesses keinen Unterschied macht, ob die Fehlinformation mittels einer von § 37c WpHG erfassten Ad-hoc-Meldung oder auf sonstigem Wege, etwa durch Analystenkonferenzen, Pressemitteilungen oder Hauptversammlungsansprachen verbreitet wird; auch hier muss ein effektives Kapitalmarktrecht in allen Konstellationen präventiv gegensteuern bzw. den Ersatz erlittener Schäden gewähren.³¹ Im Übernahmerecht kommt schließlich nicht nur der Angebotsunterlage des Bieters eine sich in § 12 WpÜG spiegelnde wesentliche Bedeutung für die Information der Aktionäre zu. Auch die spezialgesetzlich haftungsrechtlich nicht erfasste Stellungnahme des Vorstands der Zielgesellschaft gemäß § 27 WpÜG hat ein erhebliches Beeinflussungspotential für den Erfolg des Übernahmeangebots und damit die Funktionsfähigkeit marktbasierter Überwachungs- und Kontrollmechanismen wie den Markt für Unternehmenskontrolle.³²

Es zeigt sich daher, dass ein fließender Übergang zwischen den deliktischen Spezialtatbeständen und der allgemein deliktischen Haftung herrscht und das Kapitalmarkthaftungsrecht nicht nur aus drei Sondertatbeständen ohne Bezug zum Deliktsrecht besteht.³³ Diese Vielzahl von Einzelregelungen können nicht mehr separat voneinander als Teilregelungen betrachtet werden; vielmehr zeigen gerade die groß angelegten und schon weit fortgeschrittenen Reform- und Konsolidierungsbemühungen auf EU-Ebene,³⁴ dass hinter den auf viele Gesetze verteilten Einzelvorschriften ein gemeinsames Regelungsziel steht, das es erlaubt, die jeweilige Einzelregelung als Teilausprägungen eines Gesamtrechts zu verstehen, dementsprechend auszulegen und anzuwenden. Zusammengenommen bilden die haftungsbe-

³⁰ *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 48 ff. Für eine Vereinheitlichung der Haftungsregeln bei den unterschiedlichen Informationsinstrumenten hat sich auch der 64. DJT ausgesprochen, siehe Ziff. 1.2 und 1.9 der Beschlüsse der wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. DJT, NJW 2002, 3073, 3082.

³¹ *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 154 ff. Vgl. auch *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 115, die als Lösung eine teleologische Extension von § 37c WpHG vorschlagen. Die teleologische Extension ist aber nicht geeignet, alle Tatbestände der Fehlinformation zu erfassen, wie auch *Möllers/Leisch*, a.a.O. mit Fn. 30 zugestehen. Der so gewährleistete Schutz bleibt im Ergebnis fragmentarisch, während ein umfassender deliktsrechtlicher Ansatz an der Funktionsweise des Markts orientiert einen friktionslosen Schutz bietet.

³² *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 418 ff., 430 f.

³³ Siehe auch *Köndgen*, in: FS Druey (2002), S. 791, 801, der bei einer Analyse der Spezialtatbestände „Koordinationsmängel“ ausmacht.

³⁴ Zum Aktionsplan „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance“ *Hopt*, ZIP 2005, 461. Zum Aktionsplan Finanzdienstleistungen *Foelsch*, BKR 2007, 94.

wehrten Kapitalmarktregeln ein einheitliches Rechtsverhältnis, das in Anlehnung an andere, sich zu einem Sonderrechtsverhältnis in Fortentwicklung allgemeiner Regeln verdichtenden Rechtsgebiete, als das „kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis“ bezeichnet werden soll.

b) Gewährleistung einer Zweckmäßigkeitkontrolle unternehmerischer Entscheidungen durch den Markt

Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis setzt den rechtlichen Rahmen, in dem die Unternehmensleitung mit Hilfe ökonomischer Mittel des Kapitalmarkts wirksam kontrolliert werden kann. Ziel ist die Gewährleistung einer ungestörten Funktion marktbasierter Überwachungsmechanismen.³⁵ Ein Verstoß gegen Bestimmungen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sollte immer genau dann zu einer Haftung führen, wenn durch die Zuwiderhandlung in die Funktionsfähigkeit des Marktes als Grundlage externer Corporate Governance-Mechanismen eingegriffen wird.

Dabei geht es nicht darum, die wirtschaftliche Handlungsfreiheit der Unternehmensleitung zu beschränken; die unternehmerische Entscheidungsfreiheit, wie sie durch die nunmehr in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG für die Aktiengesellschaft kodifizierte Business Judgment Rule gewährleistet wird, wird vielmehr auch durch das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis geschützt. Kehrseite unternehmerischen Ermessens in der Publikumsgesellschaft sind aber Publizitätspflichten gegenüber dem Markt, die diesem ermöglichen, durch die Anpassung des Börsenkurses eine Zweckmäßigkeitkontrolle der getroffenen Entscheidungen vorzunehmen.³⁶ Die Haftung greift genau dort ein, wo es dem Markt durch manipulative Eingriffe in die Preisbildung, sei es durch fehlerhaftes Publizitätsverhalten, Insiderhandel oder in sonstiger Weise, erschwert oder unmöglich gemacht wird, mittels des Börsenkurses die unternehmerische Tätigkeit des Emittenten korrekt abzubilden. Der Börsenkurs ist der maßgebliche Faktor der Unternehmenskontrolle am Sekundärmarkt, der Ausgabekurs das entscheidende Kriterium am Primärmarkt.³⁷ Dreh- und Angelpunkt des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist daher die Schaffung und

³⁵ Krit. zum Anlegerschutz durch Marktentscheide *Assmann*, in: FS Kümpel (2003), S. 1, 9 ff., der ein Marktversagen befürchtet, da die den Markt bestimmenden institutionellen Investoren nur ihre eigenen und nicht die Interessen der Kleinanleger verfolgten. Diesen Gefahren zu begegnen ist aber Aufgabe des Übernahmerechts. Für eine ausführliche Analyse der Interessenkonflikten beim Einsatz von institutionellen Investoren als „Corporate Monitor“ siehe *Coffee*, 91 Colum. L. Rev. 1277 (1991). Im Falle von Fremdkapital spricht sich auch *Assmann*, WM 2005, 1053, 1066 f. für einen vorrangigen Anlegerschutz durch Marktmechanismen aus.

³⁶ Dazu bereits ausführlich oben S. 159 f.

³⁷ Siehe oben S. 156 und S. 157.

Aufrechterhaltung von Kursen und Emissionspreisen, die dem Ideal der Fundamentaleffizienz möglichst nahe kommen, die also die wirklichen Geschäftsaussichten des betreffenden Unternehmens korrekt widerspiegeln.

Sofern diese Bedingungen gewährleistet sind, ist auch einem umfassenden Anlegerschutz Genüge getan. Dieser beschränkt sich keineswegs darauf, Anleger vor dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers zu einem fundamental nicht gerechtfertigten Preis zu schützen, sondern setzt viel früher bei der präventiven Steuerungswirkung an, die ein wirksamer Marktmechanismus und ein die Funktionsfähigkeit dieses Mechanismus gewährleistendes Haftungsrecht auf die Qualität der Unternehmensführung hat. Indem sowohl die Funktionsfähigkeit der Marktmechanismen im engeren Sinne als auch die Qualität der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft gewährleistet wird, werden die institutionellen Rahmenbedingungen geschaffen, die Kapitalmärkte einem breiten Anlegerpublikum zu öffnen und damit zugleich eine breitere Kapitalbasis insbesondere auch Eigenkapitalausstattung der Unternehmen zu sichern.

Indem diejenigen, die ein vitales Eigeninteresse an funktionsfähigen Märkten und guter Corporate Governance haben, mit einer eigenen zivilrechtlichen Rechtsposition ausgestattet werden, kommt es zu einer Effektivierung der Rechtsdurchsetzung am Kapitalmarkt.³⁸ Mit dieser Verstärkung privater Rechte steigt allerdings auch die Gefahr fehlgeleiteter Anreize, seien es auf Seiten der Anleger Anreize zu erpresserischem Verhalten gegenüber Unternehmen, seien es auf Seiten der Unternehmensverantwortlichen Neigungen zu übermäßig risikoaversen Verhalten.³⁹ Diese Gefahren zu minimieren ist eine der vorrangigsten Aufgaben der Einzelausgestaltung des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses und der daran ansetzenden Haftungsregelungen.

3. Rechtliche Ausgestaltung

Wie gesehen hält das Kapitalmarktrecht eine Reihe spezialgesetzlicher Haftungsvorschriften für fehlerhafte Publizität bereit, die rechtsdogmatisch letztlich eine deliktsrechtliche Wurzel haben und in ihrer Struktur dem Prototyp des § 823 Abs. 2 BGB nachempfunden sind, indem sie haftungsrechtliche Folgen an die Verletzung gesetzlich ausgeformter (Publizi-

³⁸ Zur Notwendigkeit einer Stärkung privater Rechtsdurchsetzung im europäischen Kapitalmarktrecht *Ferrarini/Giudici*, in: Armour/McCahery, After Enron (2006), p. 159, 194 et seq. Allgemein zum Verhältnis öffentlicher und privater Rechtsdurchsetzung *Viscusi*, in: ders., Regulation through Litigation (2002), p. 3 und passim.

³⁹ Zu den negativen Auswirkungen risikoaversen Managerverhaltens aus ökonomischer Sicht oben S. 150.

täts-)Pflichten knüpfen.⁴⁰ Diese wenigen Spezialhaftungsvorschriften werden flankiert durch einen Schutz nach allgemeinem Deliktsrecht, wobei hier insbesondere die Vorschriften des § 823 Abs. 2 BGB und des § 826 BGB zu nennen sind.⁴¹

a) *Kein generelles haftungsrechtliches Marktmanipulationsverbot*

Die rechtlichen Ausgangsbedingungen des deutschen Kapitalmarktdeliktsrechts gleichen damit in weiten Zügen denen des US-amerikanischen Kapitalmarktdeliktsrechts. Dieses weist ebenfalls eine Reihe von Spezialtatbeständen auf, von denen in der Praxis allerdings nur die Primärmarkthaftungstatbestände eine besondere Bedeutung erlangt haben. Dabei enthält auch sec. 12(a)(2) SA 1933 – anders als das deutsche Recht – ein *allgemeines* Verbot der Veröffentlichung fehlerhafter Informationen im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Vermögensanlagen. Ansonsten richtet sich die Haftung nach dem Marktmanipulationsverbot der Rule 10b-5, dem die Rechtsprechung in einer funktional mit § 823 Abs. 2 BGB vergleichbaren Weise individualschützende Wirkung zugunsten einzelner Anleger zuerkannt hat. Ein mögliches rechtsvergleichendes Fazit wäre es daher, auch für das deutsche Kapitalmarktdeliktsrecht eine generelle drittschützende Wirkung des Marktmanipulationsverbots des § 20a WpHG auszusprechen.⁴²

Dadurch würde eine kapitalmarktdeliktsrechtliche Generalklausel geschaffen. Eine solche Generalklausel im Bereich der Fahrlässigkeitshaftung für reine Vermögensschäden ist dem deutschen Deliktsrecht aber fremd. Zudem sind die spezialgesetzlichen Haftungsnormen des deutschen Kapitalmarktdeliktsrechts grundsätzlich als Haftung für die Verletzung gesetzlicher Publizitätspflichten ausgestaltet. Erster Anknüpfungspunkt der Haftung sind daher die öffentlich-rechtlichen und strafrechtlichen Schutzgesetze des Kapitalmarktrechts. Nur soweit in vergleichbarer Weise Fehlinformationen verbreitet werden, kommt eine eingeschränkte Anwendung des Marktmanipulationsverbots zum Schutz der auf die Preisbildung vertrauenden Anleger vor Umgehungen haftungsgesicherter Publizitätspflichten in Betracht.

⁴⁰ Ausführlich S. 26, 35 und 43.

⁴¹ Dazu S. 46 ff. und S. 58 ff.

⁴² So der Ansatz von *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 49, 71. Siehe auch Absatz 5 des Gesetzesvorschlags bei *Assmann*, ZGR 2002, 697, 726, wonach an den Verstoß gegen das allgemeine Marktmanipulationsverbot eine Schadensersatzpflicht sowohl gegenüber Anlegern als auch dem Emittenten geknüpft werden solle.

b) Grundsatz: Haftung für die Verletzung gesetzlicher Pflichten

Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis ist daher in erster Linie als ein gesetzliches Schuldverhältnis ausgestaltet, das die Pflichten der Marktteilnehmer am Kapitalmarkt umfasst und dessen Verletzung zivilrechtliche Schadensersatzansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB bzw. den vorgeschalteten Vorschriften der kapitalmarktrechtlichen Spezialgesetze nach sich ziehen kann.⁴³ Rechtsdogmatisch stellt sich dieser Schritt teilweise als (Gesamt-)Analogie dar – soweit es um die Statuierung eines umfassenden gesetzlichen Sonderrechtsverhältnisses geht, das Auswirkungen im Bereich der allgemeinen Tatbestandsmerkmale wie Verschulden, Schadensumfang und Kausalität hat –, auf Ebene der Einzelvorschrift aber auch nur als (veränderte) Auslegung hinsichtlich der Schutzgesetzeigenschaft im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB.⁴⁴

Daneben ist allerdings für diejenigen Fälle, in denen Fehlinformationen in funktional vergleichbarer Weise verbreitet werden, eine ergänzende Haftung wegen Verstoßes gegen das Marktmanipulationsverbot möglich. Denn ansonsten würde man die Anleger entgegen der ökonomischen Rationalität doch dazu zwingen, jede einzelne Veröffentlichung des Emittenten zur Kenntnis zu nehmen, um sich der Herkunft kursrelevanter Informationen zu versichern. Durch eine solche Haftung dürfen den Marktteilnehmern allerdings nicht „durch die Hintertür“ weitergehende Pflichten auferlegt werden als sie im Grundsatz nach öffentlichem Marktrecht bestehen. So ist die Haftung insbesondere auf die massenhafte quasi-standardisierte Verbreitung von Fehlinformationen zu beschränken.⁴⁵

c) Europarechtliche Rückbindung

Die Struktur des Kapitalmarkthaftungsrechts als einheitliche Haftung für die durch die Verletzung gesetzlich ausgestalteter Pflichten verursachten Schäden wird auch bei einem vertiefenden Blick auf die raren europarechtlichen Grundlagen der Haftungsregeln deutlich: Im Bereich der Prospekthaftung verpflichtet Art. 6 Prospektrichtlinie die Mitgliedstaaten, eine

⁴³ Zur Komplettierung des prospekthaftungsrechtlichen Schutzes durch Auslegung der Tatbestände des Börsenstrafrechts als Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB bereits *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 396.

⁴⁴ Vgl. bereits *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 435: „In einem ersten Schritt könnten aus den genannten kapitalmarktrechtlichen Normen gemeinsame Grundsätze herausgearbeitet und mittels Auslegung und Analogie eine gewisse Vereinheitlichung bewirkt werden.“ Für eine Haftung für Gesetzesverletzungen im Rahmen von § 826 BGB dagegen *Sester*, ZGR 2006, 1, 30.

Zu den Grundsätzen für die Bestimmung der Schutzgesetzeigenschaft einzelner kapitalmarktrechtlicher Vorschriften vor dem Hintergrund des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ausführlich unten S. 235 f.

⁴⁵ Ausführlich zu den Einzelheiten unten S. 314 f.

Verantwortlichkeit der Emittenten oder ihrer Verwaltungs-, Management- bzw. Aufsichtsstellen, der Anbieter, der Personen, die die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragen, oder der Garantiegeber vorzusehen. Ein Blick in die englische und französische Fassung des Textes zeigt, dass in Art. 6 Abs. 1 S. 1 Prospektrichtlinie – entgegen der missverständlichen deutschen Formulierung „haftet“ – lediglich die *Verantwortung* für den Prospektinhalt festgelegt wird, während die eigentliche Haftungsfolge in Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 1 geregelt ist^{46, 47}. Eine ganz ähnliche Struktur weist Art. 7 Transparenzrichtlinie für die Haftung für falsche Jahresfinanzberichte, Halbjahresfinanzberichte, Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung sowie fehlerhafte Angaben bei Veröffentlichungen im Rahmen von Zulassungsfolgepflichten gemäß Art. 16 Transparenzrichtlinie auf. Der erste Halbsatz enthält eine Art. 6 Abs. 1 S. 1 Prospektrichtlinie entsprechende Festlegung der Verantwortlichkeit, Art. 7 Halbsatz 2 Transparenzrichtlinie sieht dann eine fast wortgleiche Regelung⁴⁸ zur Haftung für fehlerhafte Veröffentlichungen vor.⁴⁹

Der Gesetzgeber des TUG hat sich auf den Standpunkt gestellt, die bestehenden deliktsrechtlichen Haftungsvorschriften reichten aus, um Art. 7 Transparenzrichtlinie umzusetzen und ist Forderungen nach Schaffung von Spezialtatbeständen nach dem Vorbild der §§ 37b, 37c WpHG⁵⁰ nicht nachgekommen. Daher darf man das Schweigen des Gesetzgebers im Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz als einen Auftrag an Wissenschaft und Praxis deuten, durch Auslegung dafür zu sorgen, dass das bestehende Deliktsrecht im Bereich der sekundärmarktrechtlichen Regelpublizität tatsächlich ein der Prospekthaftung vergleichbares Niveau erreicht.

⁴⁶ Die englische Fassung von Art. 6 Abs. 1 S. 1 Prospektrichtlinie lautet: “Member States shall ensure that responsibility for the information given in a prospectus attaches at least to the issuer or its administrative, management or supervisory bodies, the offeror, the person asking for the admission to trading on a regulated market or the guarantor, as the case may be.” Die französische Fassung lautet: « Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, à l'offreur, à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon le cas. » Demgegenüber ist in Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 1 von “civil liability” bzw. « responsabilité civile » die Rede.

⁴⁷ Ebenso *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 66.

⁴⁸ Die für die Verhandlungen des Wordings auf europäischer Ebene maßgebliche englische Formulierung ist in Prospekt- und Transparenzrichtlinie wortgleich.

⁴⁹ Vgl. auch *Brellocks*, *Publizität und Haftung* (2005), S. 94 f.

⁵⁰ Siehe etwa *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1652 ff.; *Mülbert*, *Stellungnahme zum TUG vor dem BT-Finanzausschuss*, S. 9 ff.

Wenn diese europarechtliche Gesamtverbundenheit des Kapitalmarktrechts einmal erkannt ist, ist der Schritt zur Anerkennung eines umfassenden haftungsrechtlichen Schutzes der Marktteilnehmer im Sinne eines Kapitalmarktdeliktsrechts basierend auf dem Rechtsprinzip des § 823 Abs. 2 BGB schon so gut wie getan.⁵¹

4. Struktur des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses als Haftung für die Verletzung von gesetzlich präformierten Näheverhältnissen

a) Gleichlauf von wirtschaftlichen und juristischen Näheverhältnissen

Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis stellt als Kehrseite des öffentlich-rechtlichen Marktrechts die privatrechtliche Rechtsgrundlage für das Handeln der Teilnehmer an öffentlichen Kapitalmärkten dar. Es substituiert damit eine Vielzahl individualvertraglicher Abreden und bildet den gemeinsamen Rahmen für das Handeln der Emittenten, Anleger und Intermediäre untereinander. Ein solcher gesetzlicher Rahmen ist erforderlich, weil am Kapitalmarkt typischerweise wirtschaftliche und juristische Nähebeziehungen auseinander fallen. Wie gesehen, ist dies ein typisches Strukturmerkmal gesetzlicher Sonderrechtsverhältnisse.⁵²

So stellt etwa die Emission wirtschaftlich gesehen ein Geschäft zwischen Emittent und Anleger dar, während sie vertragsrechtlich durch die Zwischenschaltung der Emissionsbank bzw. des Emissionskonsortiums von dieser Beziehung entkoppelt wird.⁵³ In ähnlicher Weise geht das wirtschaftliche Interesse eines Anlegers, der am Sekundärmarkt ein Wertpapier erwirbt, auf die Beteiligung an dem entsprechenden Emittenten und nicht auf den zumeist völlig anonymisierten Vertragsschluss mit einem zufällig verkaufsbereiten Altanleger. Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis schließt diese Lücke zwischen wirtschaftlicher und juristischer Nähebeziehung, indem es eine unmittelbare Rechtsbeziehung zwischen Anleger und Emittent herstellt. Zugleich ermöglicht es damit eine wirtschaftlich sinnvolle Standardisierung im massenhaften Kapitalanlagegeschäft.⁵⁴ Es handelt sich um ein gesetzliches Schuldverhältnis, das ein über die Jedermann-Ebene hinausgehendes, nach § 823 Abs. 2 BGB haftungsbewehrtes Rechtsverhältnis der Marktteilnehmer begründet und dem Schutz des Anlegervermögens dient.⁵⁵ Weil die Vorschriften des öffentlichen Kapital-

⁵¹ Zu den europarechtlichen Vorgaben bezüglich der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität siehe *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität (2005), S. 252 ff.

⁵² Siehe oben S. 219 f.

⁵³ So schon die Einordnung der Prospekthaftung als „quasikontraktlich“ bei *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 I (S. 191).

⁵⁴ Dazu bereits oben S. 201.

⁵⁵ Den Schutz der Anlageentscheidung gewährleistet dagegen das Vertragsrecht, siehe oben S. 176.

marktrechts die Grundlage dieses Sonderrechtsverhältnisses sind, handelt es sich um eine deliktische Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB und nicht etwa um eine erweiterte culpa in contrahendo.⁵⁶

b) *Kompensation verringerter Einflussmöglichkeiten*

Grund dieser Rechtsbeziehung ist nicht nur das einseitige Bestreben, dem Anleger eine Rechtsposition an die Hand zu geben. Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis dient vielmehr ebenso dem Ziel eines umfassend verstandenen Funktionenschutzes. Dies bedeutet, dass zunächst die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts im engeren Sinne als institutionelle, operative und allokativen Effizienz geschützt wird. Darüber hinaus gehen von dem kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis aber auch wesentliche Impulse für die Corporate Governance der Emittenten aus.⁵⁷

An dieser Stelle zeigt sich eine Nähe zum Gesellschaftsrecht: Mit der Öffnung einer Gesellschaft gegenüber dem Publikum als einer unbegrenzten Zahl potentieller Gesellschafter bzw. Kreditgläubiger geht ein Verlust an gesellschafts- bzw. vertragsrechtlicher Gestaltungsmacht⁵⁸ für die Kapitalgeber einher. Dieser Verlust ergibt sich etwa durch die gesetzlichen Vorgaben des Aktienrechts, die einen Kleinaktionär von der Geschäftsführung ausschließen, aber auch aus den Anleihebedingungen im Gegensatz zu den Usancen individualvertraglicher Darlehensverträge. Der Machtverlust wird kompensiert durch die gesteigerten marktorientierten Pflichten, die überhaupt erst die Voraussetzung dafür schaffen, dass die Corporate Governance-Mechanismen des Kapitalmarkts wie sie oben ausführlich geschildert wurden⁵⁹ eingreifen und den gesellschaftsrechtlichen um einen kapitalmarktrechtlichen Anleger- und Gläubigerschutz⁶⁰ erweitern können.

Der hier entwickelten Konstruktion des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses kann daher nicht vorgeworfen werden, eine übermäßige Bürde für Emittenten aufzustellen. Im Gegenteil findet nur eine Verlagerung ohnehin weit akzeptierter und für das Funktionieren einer Volkswirtschaft unerlässlicher Mechanismen der Leitung, Kontrolle und Überwachung von Unternehmen vom Vertrags- und Gesellschaftsrecht ins Marktrecht statt, die dem Bedeutungswandel des Marktes in einer auf öffentliche

⁵⁶ Dieser Unterschied ist allerdings nur ein gradueller, sofern man auch die culpa in contrahendo als eine gesetzliche Schadensersatzhaftung (und damit als funktionelles Deliktsrecht) anerkennt.

⁵⁷ Siehe oben S. 186 ff.

⁵⁸ Zur Corporate Governance-Funktion von Financial Covenants siehe *Bratton*, EBOR 7 (2006), 39; *Schmidt*, EBOR 7 (2006), 89; siehe auch *Merkt*, ZGR 2004, 305, 313 f., 321.

⁵⁹ Siehe S. 143 ff.

⁶⁰ Zum Gläubigerschutz durch Offenlegungspflichten *Merkt*, EBOR 7 (2006), 95.

Unternehmensfinanzierung durch Kapitalmärkte setzenden Volkswirtschaft Rechnung trägt. In diesem Sinne hat *Merkt* herausgearbeitet, dass Publizität als ein Korrelat der Marktteilnahme zu verstehen ist.⁶¹ Publizität ist aber kein Selbstzweck, sondern dient neben anderen Zielen vorrangig den in der Corporate Governance-Debatte verwurzelten Zielen der Verhaltenssteuerung, Entscheidungsvorbereitung und Kontrolle.⁶² Auch andere Marktteilnahmepflichten, die Bestandteil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind – wie das Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation sowie die Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots – können als Mittel zur Gewährleistung dieser Zieltrias verstanden werden.⁶³ Denn sie dienen stets der Verhinderung manipulativer Eingriffe in den Marktprozess, die zu einer Beeinträchtigung der Corporate Governance führen würden.

5. Inhalt und Umfang des Sonderrechtsverhältnisses

Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis findet seine Ausprägung in einer Fülle von Einzelschriften, die über die einzelnen nationalen und europarechtlichen Rechtsgrundlagen verstreut, als einheitliches Ziel die Gewährleistung von Anleger- und Funktionenschutz verfolgen. Es ist nicht in einem bestimmten Paragraphen niedergelegt (wiewohl es für das Übernahmerecht in § 3 WpÜG eine Teilpositivierung erfahren hat). Die vom Kapitalmarktdeliktsrecht umfassten Pflichten werden im Besonderen Teil entfaltet.⁶⁴ An dieser Stelle geht es aber zunächst darum, auf grundsätzlicher Ebene die Reichweite des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses zu präzisieren.

a) Erfassung sämtlicher Kapitalmarktfinanzierungsvarianten

Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis hat seine Wurzel im sog. Börsengesellschaftsrecht,⁶⁵ reicht aber darüber hinaus, da es sich wesentlich auf die Marktebene stützt. Auf dieser geht es allgemein um die öffentliche Unternehmensfinanzierung, so dass nicht mehr Aktionäre und Börse die Bezugspunkte sind. Stattdessen rücken auf der einen Seite die Emittenten, seien es Aktiengesellschaften nach deutschem oder ausländischem Recht, seien es Publikumskommanditgesellschaften oder einfache

⁶¹ *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 332 ff.

⁶² Vgl. *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 338 ff.

⁶³ Zu einer ähnlich umfassenden Kapitalmarktrechttheorie bezogen auf das US-Recht siehe *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L. J. 711, 748 et seq. (2006).

⁶⁴ Unten S. 237 ff.

⁶⁵ Der Begriff des Börsengesellschaftsrechts wird vor allem in der Schweiz verwendet, siehe *Nobel*, in: FS Bär (1998), S. 301. Siehe auch *Bayer*, Gutachten E zum 67. DJT (2008), E 98 f. und passim; *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 454 ff.

BGB-Gesellschaften, und auf der anderen Seite die Kapitalgeber als Marktteilnehmer jeder Art von Kapitalmarkt in den Mittelpunkt. Dies gilt unabhängig davon, ob sie sich mittels Eigen- oder Fremdkapitals direkt am Emittenten beteiligen, ob sie indirekt über Investmentfonds investieren oder ob sie ihr Geld mittels Derivaten anlegen, deren Bezugsgröße die Performance eines Unternehmens oder Marktes ist. Aus Sicht des Gesellschaftsrechts und des Börsenrechts sind dies einander widersprechende Kategorien; unter dem Dach eines umfassenden Kapitalmarkts finden sie zwanglos zueinander und offenbaren gleich gelagerte Regelungsprobleme und Schutzbedürfnisse.

Der maßgebliche Zweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses liegt darin, einen umfassenden und friktionslosen Anleger- und Funktionenschutz zu gewährleisten. Ausgerichtet an diesen allgemeingültigen Zielen des Kapitalmarktrechts stellt das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis einen in sich schlüssigen Bestandteil eines Unternehmensverhaltensrechts für öffentliche finanzierte Gesellschaften dar. Die besondere Bedeutung des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses liegt darin, dass es eine Verbindung zwischen Regelungsmaterien wie der kapitalmarktrechtlichen Publizität, der Corporate Governance und dem herkömmlichen Verbandsrecht herstellt, die funktional auf das engste zusammenhängen, aufgrund unterschiedlicher Rechtstraditionen aber lange Zeit ohne äußere Verknüpfung nebeneinander existierten. Zugleich wird damit die Verbindung mit der ökonomischen Investitions- und Finanzierungstheorie hergestellt, ohne die modernes Gesellschaftsrecht nicht mehr umfassend gedacht werden kann.

In einer Analyse, die bereits die Kernelemente des Kapitalmarktdeliktsrechts, verstanden als gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der Marktteilnehmer mit ökonomisch determinierter Zwecksetzung wie es hier entfaltet wird, enthält, hat *Mestmäcker* bereits vor über 40 Jahren festgestellt:

„Die Trennung von Eigentum und Leitungsbefugnis in der Aktiengesellschaft, besonders die im Verhältnis zu den Aktionären notwendig selbständige Unternehmensleitung durch die Verwaltungsorgane bewirkt, daß ein zunächst rein betriebswirtschaftliches Problem, nämlich die Erfolgsermittlung als Hilfsmittel der Unternehmensleitung, zum Instrument der Rechnungslegung gegenüber den Aktionären wird. Darüber hinaus gewinnt die Bewertung des Gesellschaftsvermögens als Ursache und als Mittel der Lösung von Interessenkonflikten zentrale juristische Bedeutung. [...] Die hier entstehenden Interessen-Konflikte sind ohne Rückgriff auf die Betriebswirtschaftslehre nicht erkennbar und nicht lösbar. Diese Verknüpfung mit privatrechtlichen Zwecken löst ihrerseits weitreichende Wirkungen auf die Wirtschaftswissenschaften aus. Ihre Aussagen müssen der besonderen rechtlichen Fragestellung angepaßt sein, wenn sie Erkenntniswert haben sollen.“⁶⁶

⁶⁶ *Mestmäcker*, Das Verhältnis von Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaft im Aktienrecht, in: ders., *Recht und ökonomisches Gesetz*² (1984), S. 455, 457.

b) Abstufungen des Schutzniveaus

Die Besonderheit des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses besteht darin, dass es rechtsform- und anlageformübergreifend den Tatbestand öffentlicher Unternehmensfinanzierung und Kapitalanlage einer einheitlichen Regelungsstruktur unterwirft. Grundtatbestände des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind daher einerseits das „öffentliche Angebot“ (vgl. § 8f VerkProspG, § 2 Nr. 4 WpPG), sodann der Antrag auf Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt (§ 32 BörsG, § 15 WpHG und § 1 WpPG) und schließlich der allgemeine Tatbestand des Handels mit Finanzinstrumenten und Vermögensanlagen, sei es auf einem organisierten Markt, im Freiverkehr, mittels alternativer Handelssysteme oder sonstiger Handelsplattformen, solange es sich nicht um einen Individualkaufvertrag handelt.⁶⁷ Abgrenzungskriterium zum Individualvertrag ist letztlich, ob die maßgeblichen preisbildenden Informationen vom Verkäufer persönlich oder vom Emittenten mittels allgemeiner Publizität vermittelt werden und ob den Verkäufer dafür eine kaufrechtliche Gewährleistungspflicht trifft. Ist letzteres der Fall, wird es sich zumeist um den Kauf einer unternehmerischen Beteiligung oder maßgeblichen Minderheitsbeteiligung vom bisherigen Gesellschafter handeln, bei welchem wirtschaftliches und rechtliches Näheverhältnis übereinstimmen, so dass der Schutz des Käufers über das (Unternehmens-)Kaufrecht und nicht über das an anonymisierte Kapitalmarkttransaktionen anknüpfende Kapitalmarktdeliktsrecht gewährleistet wird.

Trotz dieser einheitlichen Struktur gibt es eine Reihe wesentlicher Abstufungen hinsichtlich der Intensität des Schutzes. Diese sind einer unterschiedlichen Regelungsdichte und Regelungstiefe im Rahmen der Primärrechtsebene geschuldet, so dass auch die daran spezialgesetzlich oder gemäß § 823 Abs. 2 BGB anknüpfende Haftung in ihrem Umfang reduziert ist. Hier ist an erster Stelle das unterschiedliche Regelungsregime für Wertpapiere/Finanzinstrumente i.S.d. WpPG und WpHG und Vermögensanlagen gemäß § 8f VerkProspG zu nennen. So gewährleisten die Angaben, die gemäß § 8g VerkProspG i.V.m. den Regelungen der VermVerkProspV in einen Verkaufsprospekt für eine Vermögensanlage aufzunehmen sind sowie die Möglichkeit, gemäß § 8h Abs. 2 VerkProspG statt eines Jahresabschlusses nur einen Warnhinweis aufzunehmen, ein weitaus geringeres Niveau an Anlegerschutz als die Regelungen des § 7 WpPG i.V.m. der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 für

⁶⁷ Der Handel ist deshalb ein eigenständiger Anknüpfungspunkt, weil aufgrund von § 2 Nr. 4 letzter HS WpPG auch ein Freiverkehrshandel ohne vorheriges öffentliches Angebot möglich ist. Auf dieser Grundlage haben einige Börsen spezielle „prospektfreie“ Handelssegmente gebildet wie den „Entry Standard“ der Deutschen Börse oder „m:access“ der Börse München. Dazu *Oelke*, BKR 2006, 7; *Schwichtenberg*, AG 2005, 911; *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, BB 2005, 2703.

Wertpapierprospekte. Offensichtlich würde ein Wertpapieremissionsprospekt, der nur die Angaben entsprechend §§ 8g und 8h VerkProspG enthält, als unrichtig oder unvollständig im Sinne von § 44 BörsG eingestuft, während er als Verkaufsprospekt im Rahmen des Verweises aus § 13 VerkProspG als richtig und vollständig gilt. Eine weitere Abstufung des Schutzniveaus ergibt sich im Rahmen der Wertpapiere danach, ob diese mindestens in den Freiverkehr einbezogen (vgl. etwa § 12 WpHG) oder an einem organisierten Markt zugelassen sind (bzw. eine solche Zulassung beantragt wurde) und damit dem Pflichtenstandard der §§ 15 ff. WpHG unterliegen. Darüber hinaus kann innerhalb der organisierten Märkte nach Marktsegmenten unterschieden werden, so verpflichtet etwa der Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse die Emittenten gemäß § 48 BörsenO FWB⁶⁸ zur Erstattung von Quartalsberichten, während der General Standard eine solche Pflicht nicht kennt.

Diese Abstufungen haben unmittelbare Bedeutung für das Anlegerschutzniveau und die deliktische Haftung. So sind Emittenten im Freiverkehr der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG nicht unterworfen und können sich daher auch nicht gemäß § 37b WpHG wegen einer unterlassenen Ad-hoc-Meldung haftbar machen.⁶⁹

Ein weiterer einschneidender Unterschied ergibt sich daraus, ob für die Kapitalanlage ein geordneter Sekundärmarkt existiert, auf dem die Preise der vorgenommenen Geschäfte als Kurse festgehalten und veröffentlicht werden. So werden etwa auch im wenig regulierten Freiverkehr gemäß § 24 Abs. 1 S. 2 BörsG Börsenkurse gebildet. Wesentliche Mechanismen der externen Corporate Governance setzen an der Existenz eines Börsenkurses an.⁷⁰ Insoweit bergen Emittenten ohne „Börsennotierung“ nicht nur ein erhöhtes Liquiditätsrisiko, sondern zugleich auch das Risiko einer schlechter überwachten Unternehmensführung.

Diese Differenzierung im Schutzniveau ist ökonomisch gesehen keinesfalls ein Nachteil, etwa in dem Sinne, dass es erstrebenswert wäre, alle Emittenten einheitlich dem höchsten Standard zu unterwerfen. Vielmehr ermöglichen die unterschiedlichen Regulierungstiefen eine wirtschaftlich erwünschte Flexibilität der Unternehmungen. Emittenten im Rahmen des umfassenden kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind sowohl die börsen-

⁶⁸ Stand: 28. April 2008.

⁶⁹ Dazu und zu weiteren Unterschieden im Freiverkehr *Leuring/Simon*, NJW-Spezial 2006, 27. Zu durch die Freiverkehrsrichtlinien (für besondere Marktsegmente wie den „Entry Standard“ der FWB) auferlegte Ad-hoc-Publizitätspflichten siehe ausführlich *Schwartz*, Anlegerschutz im Freiverkehr (2008), S. 176 ff.

⁷⁰ *Semler*, in: Picot, Corporate Governance (1995), S. 29, 54. Ausführlich oben S. 157 ff. und S. 161 ff. Ökonomisch kommt es streng genommen nicht darauf an, ob die Voraussetzungen des § 24 Abs. 2 BörsG erfüllt sind, sondern dass es eine fortlaufende, veröffentlichte Preisbildung gibt, in der Marktreaktionen auf bestimmte Ereignisse durch eine Kursänderung nachvollziehbar sind.

notierten Großunternehmen des DAX, GmbHs, die Schuldverschreibungen emittieren, Handelsgesellschaften, die sich mittels Genussscheinemission neue Eigenkapitalquellen erschließen wollen als auch Schiffs- oder Immobilienfonds in der Rechtsform einer Kommandit- oder sogar BGB-Gesellschaft, deren Unternehmensgegenstand sich darin erschöpfen kann, einen einzigen Anlagegegenstand zu verwalten, aber auch von Private Equity-Fonds gegründete Zweckgesellschaften, die zur Finanzierung einer privaten Unternehmensübernahme eine Hochrisikoanleihe (High-Yield-Bond) emittieren.⁷¹ Diese Vielzahl an Emittenten und unterschiedlichen verfolgten Zwecken macht eine weitgehende Differenzierung unausweichlich. So ist der Governance-Mechanismus des Sekundärmarktes auf börsennotierte Großunternehmen zugeschnitten, während geschlossene Fonds, die nur wenige Vermögensgegenstände verwalten oder einzelne Projekte finanzieren, eines derart aufwändigen Corporate Governance-Instruments gar nicht bedürfen. In jedem Fall wirkt aber der Preisbildungsmechanismus des Marktes (sei es nur des Primär- oder auch zusätzlich der des Sekundärmarktes) aus Sicht der Anleger als ergänzender Schutzmechanismus, der für bestimmte Anlagearten einen Risikozuschlag durchsetzt, so dass mit einer Erhöhung des Risikos zugleich die in Aussicht gestellte Rendite steigt.

Entsprechend dem Prinzip, dass Publizität ein Korrelat der Marktteilnahme darstellt, erkaufen sich Emittenten die Teilnahme an breiteren und tieferen Märkten durch erhöhte Publizitäts- und Anlegerschutzregeln. Im Gegenzug können sie damit ihre Kapitalkosten in Form der in Aussicht gestellten Rendite senken.⁷² Es besteht somit eine Wechselwirkung zwischen der Senkung der Kapitalkosten und erhöhten Marktteilnahmekosten, die es jedem Emittent ermöglicht, das für ihn passende Marktsegment zu wählen. Unter dem Dach des einheitlichen kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses bestehen auf diese Weise eine Vielzahl von Sonderrechtsverhältnissen verschiedener Intensität und Pflichtendichte. Genauso wie es sinnvoll ist, verschiedene Publizitätsakte mit gleicher Wirkung für den Preisbildungsmechanismus nicht aufgrund formaler Anknüpfung unterschiedlichen Haftungsregimes zu unterwerfen, ist auch die grundsätzliche strukturelle Gleichartigkeit öffentlicher Unternehmensfinanzierung rechtlich anzuerkennen und sind daher die notwendigen Unterschiede im Bereich der primären Pflichtendichte, nicht aber hinsichtlich der Grundsätze und Ziele der Haftung vorzunehmen.

⁷¹ Siehe dazu ausführlich *Heitmann*, High-Yield-Anleihen (2007), S. 53 ff.

⁷² Vgl. *Leuz/Verrechia*, 38 J. Acc. Res. (Suppl.) 91 (2000).

c) Kein kapitalmarktdeliktsrechtlicher Schutz beim Delisting

Vor dem Hintergrund des gerade Gesagten, stellt sich die Frage, ob nicht auch eine deliktische Verantwortlichkeit bestehen müsste, wenn ein Emittent die Art seiner Marktteilnahme ändert und dadurch die Anleger um die Mechanismen kapitalmarktbasierter Unternehmenskontrolle bringt. Zu denken ist dabei insbesondere an die Pflichten des Emittenten beim Delisting.⁷³

Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind allerdings nur solche Pflichten des Kapitalmarktrechts, die der Ermöglichung kapitalmarktbasierter Unternehmensüberwachung dienen. Zieht sich ein Emittent etwa vom regulierten Markt in den Freiverkehr zurück, beeinträchtigt das einerseits die Verkehrsfähigkeit der Aktien,⁷⁴ führt andererseits aber auch dazu, dass die Möglichkeiten der externen Corporate Governance beschnitten werden. Da nach der Rechtsprechung des BGH allerdings ein Hauptversammlungsbeschluss sowie Pflichtangebot erforderlich sind, dessen Höhe in einem Spruchverfahren geklärt werden kann,⁷⁵ besteht auch im Hinblick auf die durch die Absenkung des Corporate Governance-Standards bewirkte Wertminderung ein hinreichender Anlegerschutz.⁷⁶ Die Haftung für Verletzungen der Kapitalmarktpublizität und ähnlicher, auf die Sicherung marktbasierter Unternehmensüberwachungsmechanismen zielender Pflichten des Kapitalmarktrechts ist ihrer Struktur nach von dem Schutz vor Wertminderung beim Segmentwechsel zu unterscheiden. Die Ausführungen des Besonderen Teils gelten daher nur für die erstgenannten Pflichten und nicht für die Anlegeransprüche beim Delisting.⁷⁷

III. Schutzgesetzeigenschaft im Rahmen des Kapitalmarktdeliktsrechts

Wenn es um die Kriterien zur Bestimmung der Schutzgesetzeigenschaft einzelner kapitalmarktrechtlicher Normen geht, stellt sich letztlich die Frage nach den Grenzen des durch das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis gewährten Schutzes. Wie oben ausgeführt, ist die Beson-

⁷³ Dazu etwa *Benecke*, WM 2004, 1122; *Schlitt*, ZIP 2004, 533.

⁷⁴ Vgl. BGHZ 153, 47, 54 f.

⁷⁵ BGHZ 153, 47, 57 f.; krit. z.B. *Ekkenga*, ZGR 2003, 878.

⁷⁶ Für das „kalte Delisting“ siehe *Grunewald*, ZIP 2004, 542.

⁷⁷ Das Thema Delisting soll an dieser Stelle nicht weiter vertieft werden. Aus der umfangreichen Literatur siehe neben den bereits in den vorigen Fußnoten Gennanten etwa *Groß*, ZHR 165 (2001), 141; *Hopt*, in: FS Drobniß (1998), S. 525, 534 ff.; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104; monographisch *Gutte*, Das reguläre Delisting von Aktien (2006); *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (2005); *Ott*, Der Rückzug von der Börse (2005); zum „kalten Delisting“ *Pluskat*, BKR 2007, 54; *Funke*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting (2005).

derheit des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses als Spezialdeliktsrecht darin begründet, dass der einheitliche Regelungszusammenhang „Kapitalmarkt“ einem einheitlichen haftungsrechtlichen Standard unterworfen wird, der einen Ausgleich für das Auseinanderfallen von rechtlicher und wirtschaftlicher Nähebeziehung darstellt. Hier muss auch die Abgrenzung der Schutzgesetzeigenschaft im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB ihren Ausgang nehmen. Die entscheidende Frage der Bestimmung der Schutzgesetzeigenschaft ist stets, für wen und inwiefern (also auch: wem gegenüber) eine Regelung als Schutzgesetz gelten darf.⁷⁸

Eine Regelung des öffentlichen Kapitalmarktrechts ist daher immer dann als Schutzgesetz mit privatrechtlichen Haftungsfolgen einzustufen, wenn sie dazu dient, einen Ausgleich für die fehlende (vertrags-)rechtliche Bindung im Rahmen eines wirtschaftlichen Näheverhältnisses zu schaffen. Daneben kann auch der Generalklausel des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG im Einzelfall Schutzwirkung zukommen, wenn im Rahmen solcher wirtschaftlichen Näheverhältnisse Fehlinformationen in funktional nicht unterscheidbarer Weise verbreitet werden. Andere Regeln des Kapitalmarktrechts, die der Organisation und Integrität des Handels als solchem dienen, so etwa die Vorschriften über die Transparenz von Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt (siehe die §§ 30, 31 BörsG sowie §§ 31g, 32a WpHG), schützen zwar ebenfalls die Interessen der Anleger, da etwa eine Verzerrung der Preisbildung durch die pflichtwidrige Verheimlichung eines Blocktrades ebenfalls dazu führen kann, dass Geschäfte zu fehlerhaften Preisen abgeschlossen werden. Gleichwohl führt ein Verstoß gegen derartige Regeln nicht zu einer zivilrechtlichen Haftung gegenüber den betroffenen Anlegern, da kein wirtschaftliches Näheverhältnis zwischen den Marktbetreibern und den Anlegern besteht, das es rechtfertigen würde, besondere kapitalmarktrechtliche Pflichten zu statuieren, die über die Jedermanns-Pflichten des § 826 BGB hinausreichen.

⁷⁸ *Schmiedel*, Deliktobligationen (1974), S. 120; *K. Schmidt*, Kartellverfahrensrecht (1977), S. 359 f. Zum Themenkreis bereits ausführlich oben S. 48 f.

C. Besonderer Teil

Nachdem in den ersten beiden Teilen die allgemeinen Grundlagen der Kapitalmarkthaftung herausgearbeitet wurden, geht es nun um die Einzelausformung. Aus Gründen der Übersichtlichkeit orientiert sich die Darstellung am herkömmlichen Tatbestandsaufbau.

§ 8 Deliktische Pflichten der Marktteilnehmer

Am Beginn des Besonderen Teils der Arbeit steht eine Analyse der Vorschriften des öffentlichen Kapitalmarktrechts daraufhin, ob und inwieweit sie Bestandteil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind, so dass ein Verstoß zivilrechtliche Folgen nach sich ziehen kann. Dabei werden auch jeweils beispielhaft mögliche Verstöße gegen die als haftungsbegründend herausgearbeiteten Pflichten auf ihre haftungsrechtliche Relevanz untersucht. Die Untersuchung nimmt eine grobe Voreinteilung der in Frage kommenden Pflichten vor in standardisierte Informationspflichten (dazu unter I.), individuelle Informations- und Beratungspflichten (dazu unter II.), Pflichten aus der Insiderstellung (dazu unter III.) sowie sonstige kapitalmarktbezogene Handlungs- und Unterlassungspflichten (dazu unter IV.).

I. Standardisierte Informationspflichten

Spätestens seit dem Erlass des WpHG im Jahr 1995 folgt das deutsche Kapitalmarktrecht dem sog. Informationsmodell, also der Substitution materieller Regulierung durch Information.¹ Deshalb beginnt die Darstellung

¹ Dazu ausführlich *Merkt*, Zfbf Sonderheft 55/2006, 24. Siehe auch *Hopt*, in: FS Canaris (2007), Bd. 2, S. 105, 107 ff. (zur geschichtlichen Entwicklung); *Merkt*, AG 2003, 126, 130 ff. (zum Informationsmodell im Gesellschaftsrecht); *Schön*, in: FS Canaris (2007), Bd. 1, S. 1191 (Informationsmodell als Grundlage der Zivilrechtsordnung). Krit. zur Leistungsfähigkeit des Informationsmodells etwa *Stürner*, in: FS Canaris (2007), Bd. 1, S. 1489.

mit den standardisierten Informationspflichten des Kapitalmarktrechts.² Darunter sind solche Pflichten zu verstehen, die nicht gegenüber individualisierten Anlegern, sondern gegenüber dem „Publikum“ als Kollektiv der Anleger³ bestehen. Diese Pflichten stehen im Mittelpunkt der Diskussion, weil in der Standardisierung der Information und Losgelöstheit von konkreten Informationsempfängern häufig Gründe gesehen werden, einen Individualschutz dieser Pflichten zu leugnen und von einer „lediglich reflexartigen Schutzwirkung“ für den einzelnen Anleger zu sprechen.⁴

Innerhalb der standardisierten Informationspflichten können wiederum die Informationspflichten der Emittenten am Primär- und Sekundärmarkt unterschieden werden sowie die Übernahmepublizität, die Informationspflichten der Organmitglieder, der Anleger und der Marktintermediäre. Wegen des Sachzusammenhangs werden in diesem Abschnitt auch die Pflichten bei der freiwilligen Veröffentlichung von Informationen untersucht, wenn diese Publizitätsakte in ähnlicher Weise standardisiert und an das „Publikum“ gerichtet sind.

1. Informationspflichten des Emittenten am Primärmarkt

Unter den Informationspflichten des Emittenten am Primärmarkt steht die Prospektpflicht aus § 3 Abs. 1 und 3 WpPG, § 8f Abs. 1 VerkProspG und § 42 Abs. 1 S. 1 InvG an erster Stelle. Diese generelle Pflicht wird ergänzt durch eine Prospektaktualisierungspflicht nach § 16 Abs. 1 S. 1 WpPG, § 11 VerkProspG und § 42 Abs. 5 InvG. Daneben besteht für Inlandsemitenten die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG. Haftungsrechtlich tritt diese Pflicht neben die Prospektpflicht, da die Prospekthaftung gemäß § 44 Abs. 1 S. 1 a.E. BörsG alle Erwerbsgeschäfte innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere erfasst.⁵ Seit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz⁶ gilt die Ad-hoc-Pflicht auch für solche Emittenten, die eine Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt erst beantragt haben (diese Regelung findet sich seit dem TUG⁷ in § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG), so dass für diese

² Zu einer generellen Systematisierung der Informationspflichten siehe *Gregor Roth*, Das einheitliche Recht auf Information (2006). Zu Informationspflichten im Börsengesellschafts- und Konzernrecht *S. H. Schneider*, Informationspflichten und Informationseinrichtungspflichten im Aktienkonzern (2006).

³ Dazu ausführlich oben S. 172 ff.

⁴ Siehe z.B. Bericht des Finanzausschusses zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 102; Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 15 Rn. 307, jeweils mit Bezug zur Ad-hoc-Publizität.

⁵ Vgl. *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 149; *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 55 ff.

⁶ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630.

⁷ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007, BGBl. I, S. 10.

Emittenten eine zwingende Überschneidung mit der prospektrechtlichen Nachtragspflicht besteht.

a) Prospektpflicht

Unter dem Oberbegriff Prospektpflicht lassen sich eine Reihe einzelner Publizitätspflichten zusammenfassen, die darauf gerichtet sind, den Anlegern am Primärmarkt einen umfassenden Überblick über die zum Erwerb angebotene Anlage zu verschaffen.

aa) Prospektpflichten und ihre haftungsrechtliche Relevanz

(1) Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts

Die Prospektpflicht stellt den Prototyp einer standardisierten kapitalmarktrechtlichen Informationspflicht dar. Seit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz enthält § 13a VerkProspG einen Haftungstatbestand für den Fall, dass entgegen einer gesetzlichen Prospektpflicht Vermögensanlagen oder Wertpapiere öffentlich angeboten werden.⁸

Entsprechend dem hier vertretenden Konzept einer Kapitalmarkthaftung als Haftung für die Verletzung drittschützender Pflichten des öffentlichen Kapitalmarktrechts, kommt eine Haftung für einen fehlenden Prospekt nur in Betracht, wenn dem Haftpflichtigen die Verletzung einer Prospektpflicht anzulasten ist. Dies ist bedeutsam bei öffentlichen Angeboten im Anschluss an eine rechtmäßig vorgenommene prospektfreie Erstplatzierung, da in diesen Fällen der Emittent nicht Anbieter im Sinne von § 3 Abs. 1 S. 1 WpPG ist.⁹ Dass § 13a Abs. 1 S. 1 VerkProspG eine gesamtschuldnerische Haftung des Emittenten und des Anbieters vorsieht, heißt nicht, dass in jedem Fall der Emittent haftet. Die Vorschrift ist vielmehr so zu lesen, dass eine Gesamtschuld besteht, *wenn* Anbieter und Emittent gemeinsam haften. Alles andere liefe auf die Einführung einer Gefährdungshaftung ohne Rechtswidrigkeitserfordernis hinaus, die einen Systembruch im Kapitalmarkthaftungsrecht bedeuten würde, für den eine Rechtfertigung nicht ersichtlich ist. Demgegenüber wollte der Gesetzgeber ausdrücklich eine Haftung für eine „pflichtwidrige“ Nichterstellung eines Prospekts einführen.¹⁰ Ein Anspruch aus § 13a VerkProspG setzt daher ein rechtswidriges Verhalten voraus, so dass bei einem pflichtwidrigen Secondary Offering nur der Anbieter, nicht aber der Emittent haftet.

⁸ Dazu *Fleischer*, WM 2004, 1897, 1900 ff.

⁹ Zum Problemkreis *Schäfer*, ZGR 2006, 40, 59 f.

¹⁰ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 44: „Durch die Einführung des § 13a wird eine entsprechende Haftungsnorm geschaffen, wenn ein Wertpapier-Verkaufsprospekt oder ein Verkaufsprospekt für die Anlageformen des § 8f pflichtwidrig nicht erstellt wurde“.

Haftungsrechtlich im Mittelpunkt steht allerdings nicht die Pflicht, überhaupt einen Prospekt zu veröffentlichen, sondern die Pflicht zur Veröffentlichung eines fehlerfreien Prospekts, gemessen an den Inhaltsanforderungen der prospektrechtlichen Generalklauseln (§ 5 Abs. 1 S. 1 WpPG für den Wertpapierprospekt, § 42 Abs. 1 S. 2 InvG für den investmentrechtlichen Verkaufsprospekt und § 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG für den Vermögensanlagen-Verkaufsprospekt) und den konkretisierten Einzelpflichten. Dass die Veröffentlichung eines unrichtigen oder unvollständigen Prospekts zu einer zivilrechtlichen Haftung gegenüber den einzelnen Anlegern führen kann, entspricht seit über 110 Jahren dem geltenden Recht und wird auch rechtspolitisch soweit ersichtlich nirgends in Frage gestellt.¹¹ Die Haftung für fehlerhafte Prospekte ist deshalb zu den Fundamenten des Kapitalmarktdeliktsrechts zu zählen.

(2) *Prospektpflichtbefreiende Dokumente*

In bestimmten Konstellationen entfällt nach § 4 WpPG die Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts. In diesen Fällen ist zumeist ein anderes „Dokument“ erforderlich, dessen Angaben in einigen Fällen „denen des Prospekts gleichwertig“ sein bzw. den Anforderungen an eine Zusammenfassung gemäß § 5 Abs. 2 S. 2 WpPG entsprechen müssen. Falsche Angaben in einem solchen Dokument können über § 44 Abs. 4 BörsG zu einer Prospekthaftung führen. Im Hinblick auf den Schutzzweck der Prospekthaftung, die Preisbildung am Primärmarkt zu schützen, ist eine solche Haftung aber nur dann zu bejahen, wenn tatsächlich wirtschaftlich eine Transaktion stattfindet. Dies findet seinen Niederschlag darin, dass nach § 44 BörsG nur der „Erwerber“ von Wertpapieren anspruchsberechtigt ist. Im Falle der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und der Begebung von Wertpapieren im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ist dies grundsätzlich nicht der Fall,¹² so dass eine Haftung für falsche Informationen hier lediglich unter dem Gesichtspunkt einer Irreführung des Sekundärmarkts in Betracht kommt. Anders liegt es freilich in den Fällen des Tauschangebots oder der Verschmelzung, in denen § 4 WpPG die Vorlage eines Dokuments verlangt, dessen Angaben denen des Prospekts gleichwertig sind.¹³ In diesen Fällen ist das von der Prospektpflicht befreiende Dokument nach dem eindeutigen Wortlaut und dem Gesetzeszweck Ge-

¹¹ Bestritten wird allerdings teilweise die Notwendigkeit eines zwingenden gesetzlichen Haftungsregimes, vgl. oben S. 199 f.

¹² I.E. ebenso *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1642.

¹³ Die Regelung des § 4 Abs. 3 S. 1 WpPG ermächtigt das BMF im Einvernehmen mit dem BMJ zum Erlass einer Rechtsverordnung zur Bestimmung der Gleichwertigkeit. Diese Ermächtigung hat das BMF mit § 1 Nr. 7 BaFinBefugV auf die BaFin übertragen, die davon bislang noch keinen Gebrauch gemacht hat.

genstand einer Haftung nach § 44 Abs. 4 BörsG.¹⁴ Die Regelung des § 44 Abs. 4 BörsG, die haftungsrechtlich „eine schriftliche Darstellung, auf Grund deren Veröffentlichung der Emittent von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts befreit wurde“, einem Prospekt gleichstellt, enthält den entscheidenden Rechtsgedanken des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, wonach es für die Kapitalmarkthaftung vor allem auf die steuernde Funktion der Haftung ankommt, die gerade nicht von der Bezeichnung eines Dokuments im Einzelfall, sondern von seiner Funktion für die Corporate Governance des Emittenten abhängt.

Aufgrund des gleichen Rechtsgedankens sind auch Prospekte beim öffentlichen Angebot bereits börsenzugelassener Wertpapiere (vgl. die Prospektspflicht in § 3 Abs. 1 S. 1 WpPG) einer Prospekthaftung zu unterwerfen, obwohl sie weder unter den Wortlaut des § 44 BörsG, der nur Zulassungsprospekt erfasst, noch unter den Wortlaut von § 13 VerkProspG, der nur nicht börsenzugelassene Wertpapiere erfasst, fallen.¹⁵

(3) Pflicht zur Prospektaktualisierung

Entscheidend für die Richtigkeit des Prospekts ist grundsätzlich der Zeitpunkt der Prospektvorlage.¹⁶ Da aber der Preisbildungsprozess am Primärmarkt erst nach diesem Zeitpunkt beginnt, sieht etwa § 16 Abs. 1 S. 1 WpPG eine Prospektaktualisierungspflicht bis zum endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots oder der Einführung/Einbeziehung in den Handel vor.

Von der Pflicht zur Aktualisierung, die sich auf die Bekanntmachung von nach der Prospektveröffentlichung neu eingetretenen Umständen bezieht, ist die Pflicht zur *Berichtigung* eines bereits ursprünglich fehlerhaften Prospekts zu unterscheiden. Diese ist im deutschen Prospekthaftungsrecht als Obliegenheit ausgestaltet, deren Erfüllung es dem Haftpflichtigen ermöglicht, unter Verweis auf § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG (bzw. § 127 Abs. 3 S. 2, Abs. 4 S. 2 InvG) einer Haftung gegenüber denjenigen Anlegern zu entgehen, die die Wertpapiere erst nach der Veröffentlichung (ökonomisch korrekt müsste es heißen: nach der Verarbeitung der Korrekturveröffent-

¹⁴ A.A. *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1644, die für eine Anwendung von § 13a VerkProspG plädieren, da ein inhaltlich fehlerhaftes Dokument nicht „gleichwertig“ sei und somit der Emittent seine fortbestehende Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts verletze. Dem ist bereits deshalb nicht zu folgen, weil die Haftung nach § 13a VerkProspG als Haftung für ein Unterlassen ganz anderen Regeln folgt – etwa hinsichtlich des Verschuldensmaßstabs, dazu unten S. 470 ff. – als die Haftung für eine inhaltlich fehlerhafte Veröffentlichung.

¹⁵ Vgl. dazu *Kind*, in: Arndt/Voß, VerkProspG (2008), § 13 Rn. 11.

¹⁶ *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 51; *Kind*, in: Arndt/Voß, VerkProspG (2008), § 13 Rn. 17.

lichung im Erwerbspreis¹⁷⁾ erworben haben. Dies stellt wiederum eine konsequente Verwirklichung des Schutzes des Preisbildungsmechanismus dar, weil nach Veröffentlichung der Korrektur und deren Verarbeitung im Emissions- bzw. (sechs Monate nach Einführung) Sekundärmarktpreis das geschützte Rechtsgut nicht mehr verletzt ist; die Regelung ist daher für alle Arten der standardisierten Information zu verallgemeinern. Konsequenterweise kommt es deshalb nicht darauf an, ob der einzelne Anleger von der Korrekturmeldung Kenntnis erlangt hat.¹⁸⁾ Die Verletzung der Berichtigungspflicht führt dazu, dass der ohnehin fehlerhaft Prospekt nicht korrigiert und der Fehler im Preisbildungsmechanismus nicht behoben wird, so dass die Haftung weiterhin eine wegen Verletzung der Pflicht zur Veröffentlichung eines vollständigen und richtigen Prospekts bleibt. Die Veröffentlichung einer fehlerhaften Berichtigung führt demgegenüber nur dazu, dass die Wirkung des § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG nicht eintreten kann.¹⁹⁾

Anders sieht es bei der Veröffentlichung eines Nachtrags aus. Hier statuiert das Gesetz eine eigenständige (Primär-)Pflicht, die Anleger (erneut) zu informieren, wenn der ursprünglich richtige Prospekt aufgrund neu eingetretener Umstände unaktuell geworden ist (vgl. § 16 Abs. 1 WpPG, § 11 S. 1 VerkProspG und § 42 Abs. 5 InvG).²⁰⁾ Auf die Veröffentlichung eines fehlerhaften Nachtrags sind grundsätzlich ebenfalls die Regeln über die Prospekthaftung anzuwenden,²¹⁾ so dass sich hier keine besonderen Sachprobleme stellen.

Problematisch ist dagegen die Haftung für eine verspätete Veröffentlichung des Nachtrags. Während etwa § 11 S. 1 VerkProspG fordert, dass der Nachtrag „unverzüglich“ zu veröffentlichen ist und § 42 Abs. 5 InvG verlangt, dass die Angaben von wesentlicher Bedeutung „auf dem neuesten Stand“ zu halten sind, muss der Nachtrag zum Wertpapierprospekt gemäß § 16 Abs. 1 WpPG zunächst von der BaFin innerhalb von sieben Werktagen gebilligt werden, ehe er veröffentlicht werden darf. Als Korrektiv sieht § 16 Abs. 3 WpPG ein Widerrufsrecht für solche Anleger vor, die vor Veröffentlichung des Nachtrags eine auf den Erwerb oder die Zeichnung der Wertpapiere gerichtete Willenserklärung abgegeben haben. Damit ist im Wertpapierprospektrecht ein verspäteter Nachtrag grundsätzlich nicht

¹⁷⁾ Zum Preisbildungsprozess ausführlich oben S. 123 ff.

¹⁸⁾ Allg. Ansicht, z.B. Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 80 (mit ausdrücklichem Bezug auf eine „Marktreaktion in Form einer Preisanpassung“); *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 57.

¹⁹⁾ Sollte daneben einmal die Berichtigung einen weiteren, von dem ursprünglichen Prospektfehler unabhängigen Fehler enthalten, unterfällt auch die Berichtigung einer Prospekthaftung, vgl. *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 57.

²⁰⁾ Zum Verhältnis von Ad-hoc- und Nachtragspflicht *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 85 f.

²¹⁾ *Assmann*, in: FS Ulmer (2003), S. 757, 767; *Stephan*, AG 2002, 3, 10.

haftungsrelevant, weil die Anleger ihre Willenserklärung unabhängig davon widerrufen können, ob die Nachtragspflicht bei Abgabe der Erklärung bereits bestanden hat. Etwas anderes gilt freilich dann, wenn der Erwerbs- oder Zeichnungsvertrag bereits erfüllt wurde, weil dann das Widerrufsrecht nicht mehr besteht.²² In diesen Fällen kommt eine Prospekthaftung in Betracht, wenn der nachtragspflichtige Umstand bereits vor dem Abschluss des Erwerbsgeschäfts eingetreten war, der Nachtrag nicht unverzüglich zur Billigung bei der BaFin eingereicht wurde und bei unterstelltem pflichtgemäßem Verhalten mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von einer Billigung durch die BaFin und Veröffentlichung vor Abgabe der Willenserklärung ausgegangen werden kann. Hier zeigt sich, dass das Billigungserfordernis für den Nachtrag dazu führt, dass die Anleger im Bereich der am stärksten regulierten Wertpapierprospekte einerseits die notwendige Information unter Umständen erst nach über neun Tagen erhalten (man denke etwa an das Oster- oder Pfingstwochenende) und die Fehlbepreisung über eine lange Zeit perpetuiert wird²³ und andererseits der haftungsrechtliche Schutz weitaus schwächer ausgestaltet ist als im Bereich der Fonds. Dies ist insbesondere für diejenigen Anleger misslich, die nach Eintritt des nachtragspflichtigen Umstands erworben haben und denen die Wertpapiere vor der Veröffentlichung des Nachtrags übertragen werden. Sofern das Billigungsverfahren unverzüglich angestrengt wurde, ist den Prospektverantwortlichen kein haftungsrechtlicher Vorwurf zu machen, das Instrument des Widerrufsrechts läuft aber auch leer. Das Billigungserfordernis beruht auf Art. 16 Abs. 1 S. 2 der Prospekttrichtlinie 2003/71/EG und dient ausweislich der Begründung des europäischen Normgebers dazu, „die Kohä-

²² *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), § 16 WpPG Rn. 17.

²³ Die Begr. RegE Prospekttrichtlinieumsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999, S. 36 vertritt die Auffassung, aus dem Verweis auf § 13 WpPG in § 16 Abs. 1 S. 3 WpPG folge, dass auch § 13 Abs. 3 S. 1 WpPG Anwendung finde: Wenn die BaFin bei der Einreichung eines Nachtrags Anhaltspunkte dafür habe, dass die ihr übermittelten Unterlagen unvollständig seien oder es ergänzender Informationen bedürfe, beginne die Frist von sieben Werktagen erst dann, wenn diese Informationen vorgelegt werden. Ob dies tatsächlich mit dem Wortlaut, der Nachtrag müsse „auf die gleiche Art und Weise“ wie ein Prospekt gebilligt und veröffentlicht werden (Art. 16 Abs. 1 S. 2 Prospekttrichtlinie) vereinbar ist, darf bereits angezweifelt werden. Entscheidend ist aber, dass sämtliche Befugnisse der BaFin gemäß § 21 WpPG (etwa Aufnahme zusätzlicher Angaben, Untersagung des öffentlichen Angebots, Widerruf der Billigung) auf den Prospekt selbst, seine ungenehmigte Veröffentlichung und seine Fehlerhaftigkeit bezogen sind. Es besteht daher gar keine Handhabe der BaFin, gegen einen vermeintlich unvollständigen Nachtrag vorzugehen, so dass sich die Billigung in einem reinen Formalakt erschöpft. Es würde auch der Ratio einer Nachtragspflicht zuwiderlaufen, würde man den Emittenten hindern, baldmöglichst einen (Teil-)Nachtrag zu veröffentlichen und somit zumindest einen Teil der entstandenen Informationsasymmetrie zu beseitigen, nur weil „Anhaltspunkte“ (d.h. ein Verdacht) bestehen, dass es weitere nachtragspflichtige Umstände gibt.

renz zu wahren“.²⁴ Dieser gesetzgeberischen Zielsetzung liegt eine Verknennung des Unterschieds zwischen regulärer und anlassbezogener Publizität zugrunde. Der Prospektnachtrag gleicht seinem Wesen nach einer Ad-hoc-Mitteilung, die auf einen unverzüglichen Ausgleich von Informationsasymmetrien gerichtet ist.²⁵ Das Billigungserfordernis ist daher zu Recht als „widersinnig“ bezeichnet worden²⁶ und sollte bei der nächsten Revision des europäischen Prospektrechts ersatzlos gestrichen werden.²⁷

Die pflichtwidrige Nichtveröffentlichung eines Nachtrags führt zu einer Haftung aus Unterlassen und nicht wegen Unrichtigkeit des ursprünglichen Prospekts, auch wenn etwa das Investmentgesetz keine dem § 13a VerkProspG entsprechende (Sonder-)Regelung enthält. Dies ist schon deshalb bedeutsam, da die Nachtragspflichten im Detail unterschiedlich ausgestaltet sind und nur eine Verletzung der jeweils anwendbaren Pflicht haftungsbegründend sein kann.²⁸ Die Haftung für die pflichtwidrig unterlassene Veröffentlichung eines Prospektnachtrags stellt somit ein Beispiel für eine nicht spezialgesetzlich geregelte Haftung wegen Verstoßes gegen Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses dar.

(4) Endgültige Bedingungen des Angebots

Nicht zu verwechseln mit der Pflicht zur Prospektaktualisierung, ist die Veröffentlichung der endgültigen Bedingungen („final terms“) des Angebots nach § 6 Abs. 3 WpPG. Für bestimmte Arten von Wertpapieren, insbesondere Schuldverschreibungen und Derivate, lässt § 6 Abs. 1 WpPG die Veröffentlichung eines Basisprospekts zu, der nur die Angaben zum Emittenten sowie zu den Wertpapieren, nicht jedoch die endgültigen Bedingungen des Angebots enthalten muss.²⁹ Nach Art. 22 Abs. 4 der Prospektverordnung (EG) 809/2004 dürfen die endgültigen Konditionen lediglich die Informationsbestandteile enthalten, die sich aus den Schemata für Wertpapierbeschreibungen ergeben, das sind sowohl Angaben quantitativer Art, z.B. Nennbetrag, Laufzeit, Zinssatz, Wandlungspreis, Ausgabepreis, Gesamtemissionsvolumen als auch qualitativer Art, sofern letztere zur ver-

²⁴ Siehe Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM(2002) 460, S. 19.

²⁵ So auch *Wiegel*, Prospekttrichtlinie und Prospektverordnung (2008), S. 370.

²⁶ *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), § 16 WpPG Rn. 9.

²⁷ Aufgrund der gut entwickelten ex-post Kontrolle mittels des Haftungsrechts bedarf es aus Anlegerschutzgründen auch keiner ex-ante Überprüfung durch eine Behörde, zumal diese ohnehin nur die Kohärenz des Nachtrags, nicht aber seine inhaltliche Richtigkeit prüfen kann.

²⁸ Vgl. auch oben S. 239.

²⁹ Dazu *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072.

ständlichen Produktbeschreibung unerlässlich sind.³⁰ In der Praxis kommt dem Basisprospekt erhebliche Bedeutung zu, da er den Unternehmen die kurzfristige Fremdkapitalaufnahme im Rahmen sog. MTN-Programme³¹ sowie den Banken die schnelle Ausgabe derivativer Finanzinstrumente ermöglicht. Im Unterschied zum Prospektnachtrag bedürfen die endgültigen Bedingungen keiner Billigung.³² Die endgültigen Bedingungen können entweder durch Einfügung in den Basisprospekt („Einheitslösung“) oder in einem gesonderten Dokument („Trennungslösung“) veröffentlicht werden.³³ Soweit ersichtlich ist die Frage der haftungsrechtlichen Einordnung der endgültigen Bedingungen noch nicht diskutiert worden. Auf Praktikerseminaren wird die Auffassung vertreten, die endgültigen Bedingungen seien nicht Prospektbestandteil und könnten daher nicht unter § 44 BörsG, sondern allenfalls unter die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung fallen. Gerade bei Wahl der Einheitslösung überzeugt dies nicht. Aber auch grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die endgültigen Bedingungen nach § 44 Abs. 4 BörsG einer spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterfallen.³⁴ Auch hier ist wiederum die tatsächliche Informationswirkung maßgeblich, die sich von der eines einheitlichen Prospekts nicht unterscheidet.

bb) Fehlerhaftigkeit einer Prospektveröffentlichung

Was im Einzelnen als Prospektfehler gilt, ist in langjährigen akademischen Debatten und zuletzt auch vermehrt von der Rechtsprechung herausgearbeitet worden.³⁵ Danach sind für die Frage, ob ein Prospekt unrichtig ist, nicht nur die darin wiedergegebenen Einzel Tatsachen von Belang, sondern wesentlich ist auch, welches Gesamtbild er durch seine Aussagen von den Verhältnissen und der Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätslage des Unternehmens, dessen Papiere zum Kauf angeboten werden, dem interessierten

³⁰ *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), § 6 WpPG Rn. 8.

³¹ MTN: Medium Term Notes.

³² Zum Streit über die Notwendigkeit einer Hinweisbekanntmachung (so die Verwaltungspraxis der BaFin) *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 322.

³³ *Seitz*, AG 2005, 678, 686.

³⁴ So auch für die Vorgängerregelung des § 10 VerkProspG a.F. *Heidelbach*, in: *Schwark*, KMRK³ (2004), § 10 VerkProspG Rn. 2 m.w.N.

³⁵ Ausführliche Darstellung unter Einschluss eines weit gespannten Rechtsvergleichs bei *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 50 ff. Siehe auch *Bröcker*, in: *Claussen*, *Bank- und Börsenrecht*⁴ (2008), § 6 Rn. 94a ff.; *Hopt*, in: *Baumbach/Hopt*, *HGB*³³ (2008), § 347 Rn. 24 ff. und § 44 BörsG Rn. 7; *Kümpel*, *Bank- und Kapitalmarktrecht*³ (2004), Rn. 9.350 ff.; *Hamann*, in: *Schäfer/Hamann*, *KMG* (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 149 ff.; *Schwark*, in: ders., *KMRK*³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 17 ff. *ders.*, *ZGR* 1983, 162, 177 ff. Aus der Rechtsprechung siehe insbesondere BGH NJW 1982, 2823; BGHZ 139, 225, 231 f.; OLG Frankfurt NZG 2004, 483.

Publikum vermittelt.³⁶ Entscheidend ist gemäß § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG, ob eine fehlerhafte oder fehlende Angabe für die Beurteilung der Wertpapiere wesentlich ist.³⁷ Dies ist der Fall, wenn sie für die Beurteilung des Wertes der Papiere wesentlich ist.³⁸ Die Haftung weist also eine ähnliche Struktur auf wie eine Haftung aus culpa in contrahendo wegen der Verletzung vorvertraglicher Aufklärungspflichten bzw. die Voraussetzungen einer Anfechtung gemäß § 123 Abs. 1 BGB.³⁹ Da es anders als im typischen Zweipersonenverhältnis für den Prospektersteller nicht erkennbar ist, welche Informationen für sein Gegenüber wesentlich sind, wird im Rahmen der Prospekthaftung der Empfängerhorizont am Maßstab des verständigen Durchschnittsanlegers ausgerichtet.⁴⁰ Damit wird implizit auch die Verbindung zum Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung, dem Schutz des Preisbildungsmechanismus,⁴¹ hergestellt, denn der Durchschnitt der Anleger, das Publikum, trägt durch seine Transaktionen zur Bildung des Preises bei. Die für den Durchschnittsanleger wesentlichen Angaben werden daher regelmäßig Bedeutung für die Beurteilung des Wertes der Papiere haben. Die Beschränkung auf solche Fehler, die zu einem falschen Gesamteindruck des Prospekts beitragen, stellt ebenfalls sicher, dass nur solche Prospektfehler zu einer Haftung führen, die tatsächlich für die Preisbildung und die Beurteilung des Emittenten relevant sind.

Besondere Regeln gelten für vage und in die Zukunft gerichtete Aussagen. Hinsichtlich von Prognosen hat der BGH entschieden, dass diese durch Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sein müssen.⁴² Ganz allgemein lässt sich festhalten, dass vage Aussagen stets gründlich daraufhin überprüft werden müssen, ob sie einen für die Bewertung des Finanzinstruments wesentlichen Kern enthalten. Dazu kommt es sehr auf die Umstände des Einzelfalles und auch auf die ansonsten zur Verfügung stehenden Informationen an.⁴³

³⁶ BGH NJW 1982, 2823, 2824.

³⁷ Vgl. nur *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 44 BörsG Rn. 7.

³⁸ OLG Frankfurt NJW-RR 1994, 946, 947.

³⁹ Dazu ausführlich *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 96 ff. (zu Aufklärungspflichten im Rahmen der *cic*) und *Kramer*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), § 123 Rn. 14 ff. (zu den Voraussetzungen einer Täuschung im Rahmen von § 123 BGB).

⁴⁰ Grundlegend BGH NJW 1982, 2823, 2824; siehe auch *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 42 ff.

⁴¹ Dazu bereits oben S. 174 ff.

⁴² BGH NJW 1982, 2823, 2826. Ausführlich zur Haftung für Prognosen auf S. 309 f.

⁴³ Vgl. *O'Hare*, 59 Ohio St. L. J. 1697, 1736 et seq. (1998); *Roussel*, 51 Vand. L. Rev. 1049, 1089 et seq. (1998).

b) Pflicht zur Ad-hoc-Publizität am Primärmarkt

Bei solchen Inlandsemitenten, deren Papiere bereits börsennotiert sind oder für deren erstmals emittierte Papiere ein entsprechender Zulassungsantrag gestellt ist, tritt neben die Pflicht zur Erstellung eines Prospektnachtrags bereits in der Emissionsphase die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG.⁴⁴ Dass diese Pflicht auch unmittelbare Relevanz für die Prospekthaftung hat, zeigt die Regelung des § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG, wonach eine Prospekthaftung nicht besteht, wenn die fehlerhafte Angabe vor Abschluss des Erwerbsgeschäfts durch eine Ad-hoc-Mitteilung berichtigt wurde. Sachlich ist dies schon deshalb gerechtfertigt, weil unmittelbar nach Veröffentlichung der Korrektur bei einem informationseffizienten Preisbildungsverfahren davon ausgegangen werden kann, dass eine aufgrund der Fehlinformation eingetretene Fehlbepreisung ausgeglichen ist.⁴⁵ Im Bereich der haftungsrechtlichen Sanktionierung erfassen die §§ 37b, 37c WpHG ihrem Wortlaut nach allerdings nur den Fall einer Kapitalerhöhung durch bereits börsennotierte Emittenten, da sie nur Anwendung finden auf solche Finanzinstrumente, die bereits zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind.⁴⁶ Wenn ein Emittent demgegenüber erstmals an die Börse geht und seinen fehlerhaften Prospekt durch eine ebenfalls fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung „berichtigt“, wird dieser Fall von § 37c WpHG nicht erfasst. Jedoch verlangt § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG, dass tatsächlich eine „Berichtigung“ veröffentlicht wurde.⁴⁷

Ein weiterer wichtiger Anwendungsfall der Ad-hoc-Publizität am Primärmarkt ist gegeben, wenn für die Emission ausnahmsweise kein Prospekt und auch kein anderes Dokument zu erstellen ist. Dabei ist insbesondere an § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG zu denken, wonach ein Prospekt nicht erstellt werden muss, wenn Aktien zugelassen werden, die über einen Zeitraum von zwölf Monaten weniger als zehn Prozent der Zahl der Aktien derselben Gattung ausmachen, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind (sog. „10 %-Kapitalerhöhung“).⁴⁸ Wenn solche Aktien nicht parallel öffentlich angeboten werden, können sie prospekt- und prospektnachtragsfrei veräußert werden, so dass der Erwerber, der hier ebenfalls eine Primärmarkttransaktion tätigt,⁴⁹ zu seiner Informa-

⁴⁴ Dazu ausführlich sogleich unten S. 255 ff.

⁴⁵ Dazu vorstehend S. 242.

⁴⁶ Zusätzlich hat es der Gesetzgeber des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes offenbar versäumt, einen Gleichlauf mit dem in § 2 Abs. 7 WpHG geregelten und in § 15 WpHG übernommenen Konzept des „Inlandsemitenten“ herzustellen.

⁴⁷ Zur Haftung für inhaltlich an einem unabhängigen Fehler leidende Berichtigungen siehe bereits Fn. 19.

⁴⁸ Dazu *Lachner/v. Heppe*, WM 2008, 576.

⁴⁹ Zur Abgrenzung von Primär- und Sekundärmarkt oben S. 109 ff.

tion über aktuelle Ereignisse auf die Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG angewiesen ist.

2. Sekundärmarktrechtliche Publizitätspflichten des Emittenten

Bestehen und Intensität von sekundärmarktrechtlichen Publizitätspflichten hängen entscheidend davon ab, ob die Finanzinstrumente des Emittenten zum Handel auf einem organisierten Markt i.S.v. § 2 Abs. 5 WpHG zugelassen sind. Dem liegt das Prinzip zugrunde, dass die Tiefe der Marktteilnahme mit den dadurch begründeten Publizitätspflichten korreliert ist.⁵⁰ Emittenten, die sich qua Marktzulassung an einen großen Anlegerkreis wenden, unterliegen auch weiterreichenden Publizitätspflichten.

Innerhalb der sekundärmarktrechtlichen Publizitätspflichten lassen sich einerseits die Regelpublizität und andererseits die Anlasspublizität unterscheiden. Daneben tritt die Beteiligungspublizität, die nach § 26 Abs. 1 S. 1 WpHG dem Emittenten auferlegt, erhaltene Mitteilungen über den Erwerb oder die Veräußerung von Stimmrechten spätestens drei Tage nach Zugang der Mitteilung zu veröffentlichen.

a) Regelpublizität

aa) Überblick über die kapitalmarktrechtliche Regelpublizität

Bei den sekundärmarktrechtlichen Publizitätspflichten ist an erster Stelle die Regelpublizität zu nennen. Sie nimmt ihren Ausgangspunkt bei den handelsrechtlichen Rechnungslegungspflichten. Dass diese auch speziell kapitalmarktrechtliche Bedeutung haben, unterstreichen die §§ 267 Abs. 3 S. 2, 293 Abs. 5 HGB, die an einem organisierten Markt notierte Gesellschaften größenunabhängig der vollen Rechnungslegungs- und Offenlegungspflicht großer Gesellschaften unterwerfen sowie § 325 Abs. 2a und 4 HGB (Absatz 2a i.V.m. § 315a Abs. 1 HGB und Art. 4 VO (EG) 1606/2002), der für diese Gesellschaften Sonderregelungen zur Offenlegung des Jahresabschlusses aufstellt. Erweitert wurden die spezifisch kapitalmarktrechtlichen Rechnungslegungspflichten durch das VorstOG,⁵¹ das in §§ 285 S. 1 Nr. 9 lit. a, 314 Abs. 1 Nr. 6 lit. a HGB spezielle Offenlegungspflichten bezüglich der Vergütungen der Organmitglieder börsen-

⁵⁰ *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 332 ff. Siehe auch *Hellgardt*, in: WuB II A. § 53a AktG 01.06.

⁵¹ Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) vom 3.8.2005, BGBl. I, S. 2267. Dazu *Baums*, ZHR 169 (2005), 299; *Fleischer*, DB 2005, 1611; *ders.*, NZG 2006, 561, 565 f., 568; *Leuring/Simon*, NZG 2005, 945; *Spindler*, NZG 2005, 689; *van Kann*, DStR 2005, 1496. Siehe auch die Empfehlung 2004/913/EG der Kommission vom 14. 12. 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, ABl. EU L 385, S. 55.

notierter Gesellschaften (§ 3 Abs. 2 AktG) eingeführt hat. Auch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz⁵² hat mit den §§ 289 Abs. 4, 315 Abs. 4 HGB zusätzliche Offenlegungspflichten für Unternehmen gebracht, die an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 7 WpÜG notiert sind. Dabei handelt es sich um wesentliche Informationen hinsichtlich der Corporate Governance der Gesellschaft, so dass der Europäische Richtliniengeber mit dem zugrunde liegenden Art. 10 der Übernahmerichtlinie 2004/25/EG quasi durch die Hintertür einen „Europäischen Corporate Governance Kodex“ eingeführt hat.⁵³ Speziell kapitalmarktrechtlicher Natur sind die Publizitätspflichten der §§ 37v ff. WpHG, die den Jahresfinanzbericht, den Halbjahresfinanzbericht und die Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung regeln.⁵⁴ Sie inkorporieren etwa in § 37v Abs. 2 WpHG handelsrechtliche Rechnungsunterlagen wie den geprüften Jahresabschluss und den Lagebericht in den Jahresfinanzbericht. Darüber hinaus werden eigene Rechnungslegungsanforderungen aufgestellt, wie etwa in § 37w Abs. 3 WpHG, der den Inhalt des „verkürzten Abschlusses“ für Zwecke des Halbjahresfinanzberichts definiert.⁵⁵ Außerdem ermöglicht die Öffnungsklausel in § 37x Abs. 3 WpHG, dass der Emittent Quartalsfinanzberichte erstellt, die – mit Ausnahme des Bilanzzeids – den Anforderungen der Halbjahresfinanzberichte nach § 37w Abs. 2 bis 4 WpHG entsprechen. Dies kann entweder freiwillig oder aufgrund der Vorgaben einer Börsenordnung wie etwa § 48 BörsenO FWB⁵⁶ geschehen. Abgerundet wird die kapitalmarktrechtliche Regelpublizität durch den Bilanzzeit (§§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB), der Inlands-emittenten verpflichtet, die Richtigkeit der Publizitätsakte „nach bestem Wissen“ zu versichern.⁵⁷ Zum Ende des Jahres müssen an einem organisierten Markt gelistete Emittenten die während des Jahres nach diesen Vor-

⁵² Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 8.7.2006, BGBl. I, S. 1426.

⁵³ *Hirte*, ECFR 2005, 1, 10.

⁵⁴ Ausführlich dazu und zum Verhältnis zu den HGB-Vorschriften *Mülbert/Steup*, NZG 2007, 761.

⁵⁵ Zur Konkretisierung siehe § 10 TranspRLDV (Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung vom 13.3.2008, BGBl. I, S. 408).

⁵⁶ Stand: 28. April 2008.

⁵⁷ Dazu *Fleischer*, ZIP 2007, 97. Der Deutsche Standardisierungsrat schlägt für den Bilanzzeit im Konzernabschluss folgende Formulierung vor: „Wir versichern nach bestem Wissen, dass gemäß den anzuwendenden Rechnungslegungsgrundsätzen der Konzernabschluss ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns vermittelt und im Konzernlagebericht der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage des Konzerns so dargestellt sind, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt wird, sowie die wesentlichen Chancen und Risiken der voraussichtlichen Entwicklung des Konzerns beschrieben sind“.

schriften vorgenommenen Veröffentlichungen gemäß § 10 WpPG zusammenstellen. Daneben tritt die in § 161 AktG niedergelegte Pflicht, jährlich eine „Entsprechenserklärung“ zum Deutschen Corporate Governance Kodex abzugeben.⁵⁸ Diese Pflicht weist die Besonderheit auf, dass durch die Erklärung, den Empfehlungen des Corporate Governance Kodex zu entsprechen, diese – an sich unverbindlichen Vorgaben⁵⁹ – zugleich materielle Bedeutung für die Corporate Governance des Emittenten erhalten.⁶⁰ Der Regierungsentwurf des BilMoG⁶¹ plant, § 161 AktG um eine Pflicht zur Angabe der Gründe für die Nichtanwendung der Empfehlungen („comply or explain“) zu ergänzen. Die Entsprechenserklärung soll danach Teil einer gemäß § 289a HGB-E abzugebenen „Erklärung zur Unternehmensführung“ werden.⁶² Gemeinsam bilden diese Veröffentlichungen die Regelpublizität. Den Anlegern soll so eine Beurteilung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Emittenten ermöglicht werden.⁶³

Die Regelpublizität ist ein gutes Beispiel für die Abstufung von Publizitätspflichten nach der Tiefe der Marktteilnahme des Emittenten: Ein Emittent, der seine Wertpapiere ausschließlich außerbörslich öffentlich anbietet, unterfällt lediglich den handelsrechtlichen Buchführungs- und Publizitätspflichten. Daneben haben die Börsen eigene Qualitätssegmente innerhalb des Freiverkehrs geschaffen. So enthält § 17 Abs. 2 der AGB für den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse⁶⁴ eine Reihe von Publizitätspflichten für den sogenannten „Entry Standard“, darunter die Pflicht zur Veröffentlichung des geprüften Konzernjahresabschlusses und zur Veröffentlichung eines Zwischenberichts über das erste Halbjahr. Unternehmen, die an einem organisierten Markt notiert sind, treffen schließlich die vollen europarechtlich präformierten Regelpublizitätspflichten.

⁵⁸ Ausführlich dazu *Ulmer*, ZHR 166 (2002), 150; siehe auch *Schüppen*, ZIP 2002, 1269; *Seibt*, AG 2003, 465; *Strieder*, DB 2004, 1325; v. *Werder*, DB 2002, 801.

⁵⁹ Für eine umfassende Darstellung siehe *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex³ (2008). Zur Akzeptanz der einzelnen Empfehlungen siehe *Oser/Orth/Wader*, BB 2004, 1121.

⁶⁰ Die von *Seidel*, NZG 2004, 1095 vor diesem Hintergrund vorgebrachten verfassungsrechtlichen Bedenken greifen im Ergebnis aber nicht durch, vgl. *Heintzen*, ZIP 2004, 1933.

⁶¹ Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG), BR Drucks. 344/08.

⁶² Dazu ausführlich *Kuthe/Geiser*, NZG 2008, 172.

⁶³ Zum Regelungszweck der Regelpublizität siehe *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften (2002), S. 3 f.; *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 62; *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 142, 374.

⁶⁴ Stand: 28. April 2008.

bb) Haftungsrechtliche Relevanz der Regelpublizität

Der Individualschutzcharakter der Regelpublizität ist weitgehend anerkannt,⁶⁵ auch die persönliche Organaußenhaftung wird vermehrt diskutiert.⁶⁶ Von der bisher h.M. abgelehnt wird aber der Schutzgesetzcharakter der Rechnungslegungsbestimmungen selbst.⁶⁷ Dies wird häufig damit begründet, die Buchführungspflichten dienen der Selbstinformation des Kaufmanns und entfalteten nur eine reflexhafte Schutzwirkung zugunsten Außenstehender.⁶⁸ Dies greift jedoch schon deshalb zu kurz, weil bei Kapitalgesellschaften die Gesellschaft selbst als Kaufmann gilt (vgl. §§ 3 Abs. 1 AktG, 13 Abs. 3 GmbHG i.V.m. § 5 Abs. 1 HGB), so dass die „Selbstinformation“ nur eine Information der Mitglieder sein kann und damit auch nach dieser Ansicht zumindest die Aktionäre unproblematisch in den Schutzbereich der Pflicht fallen müssten.⁶⁹ Die Berufung auf die handelsrechtliche Herkunft der Regelpublizität führt aber auch deshalb nicht weiter, weil der Gesetzgeber im Kapitalmarktbereich inzwischen ein umfassendes System der Regelpublizität aufgestellt hat, in dem die hergebrachten Buchführungspflichten des HGB kaum noch eine Rolle spielen.⁷⁰ Im Mittelpunkt der Bestimmungen über den Inhalt der Veröffentlichung stehen vielmehr die internationalen Rechnungslegungsvorschriften IAS/IFRS, die dem Konzept einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung

⁶⁵ Siehe etwa *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 152 ff.; *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 141 ff.; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 109 ff.; *Gebauer*, Börsenprospekthaftung (1999), S. 66; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 Rn. 16; *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 188 f.; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 264; *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 531 ff.; a.A. aber z.B. *Groß*, WM 2002, 477, 482 f.

⁶⁶ *Fleischer*, WM 2006, 2021; *Maier-Reimer*, NJW 2007, 3157, 3161; *Schnorr*, ZHR 170 (2006), 9; *Verse*, ZHR 170 (2006), 398, 416 ff.

⁶⁷ BGH WM 1964, 1163; RGZ 73, 30; LG Bonn, AG 2001, 484; *Canaris*, Handelsrecht²³ (2000), § 12 Rn. 12 (in der Neuaufl. 2006 nicht mehr enthalten); *Hüffer*, in: Großkomm. HGB⁴ (2002), § 238 Rn. 4; *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 238 Rn. 19 (anders *ders.*, Unternehmenspublizität (2001), S. 482, sofern die Buchführungspflichten Offenlegungspflichten statuieren).

⁶⁸ LG Bonn, AG 2001, 484, 486; *Canaris*, Handelsrecht²³ (2000), § 12 Rn. 1 (in der Neuaufl. 2006 nicht mehr enthalten); *K. Schmidt*, Handelsrecht⁵ (1999), § 15 III 1.b) (S. 425).

⁶⁹ Für weitere Argumente gegen diese verengende Sichtweise der Bilanzierungspflichten *Schnorr*, ZHR 170 (2006), 9, 20 ff., 26 ff. sowie *Fehrenbacher*, Registerpublizität und Haftung im Zivilrecht (2004), S. 518 ff., insbesondere S. 525. Siehe auch *Bachmann*, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 93, 126.

⁷⁰ Vgl. *Müller*, in: FS Priester (2007), S. 505, 520 f., der die internationalen Rechnungslegungsstandards dem Kapitalmarktrecht, die HGB-Bilanz dagegen dem Gesellschaftsrecht zuordnet.

folgen.⁷¹ Ziel der internationalen Rechnungslegungsstandards ist es, die Teilnehmer der verschiedenen weltweiten Kapitalmärkte und andere Informationsadressaten beim Treffen wirtschaftlicher Entscheidungen zu unterstützen.⁷² Insoweit kann jedenfalls nicht mehr davon gesprochen werden, dass die Rechnungslegung ausschließlich um der Selbstkontrolle willen erfolge. Gleichzeitig ergibt sich daraus auch die Grenze der Haftung für fehlerhafte Regelpublizität: Die Haftung ist nur insoweit zu bejahen, wie die Publizität dazu dient, Anlageentscheidungen und damit die Preisbildung auf dem Sekundärmarkt zu ermöglichen. Veröffentlichungen wie das jährliche Dokument nach § 10 WpPG, das lediglich die bereits veröffentlichten Publizitätsakte dokumentiert, fallen daher von vornherein nicht in den Schutzbereich des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses.⁷³ Im Ergebnis kommt aber auch die h.M. zu einer haftungsrechtlichen Bewehrung der Bilanzierungsregeln, da sie anerkennt, dass jedenfalls die strafrechtlichen Sanktionsnormen des Bilanzrechts als Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB anzusehen sind.⁷⁴ Auch die Ordnungswidrigkeitsvorschriften von § 334 Abs. 1 HGB, die auch jenseits der für die Strafbarkeit erforderlichen Erheblichkeit der Fehldarstellung eingreifen, sind als Schutzgesetze anerkannt.⁷⁵ Daneben soll auch der Verpflichtung zur Abgabe des Bilanzzeids Schutzgesetzqualität zukommen.⁷⁶

⁷¹ von Rosen, Der Konzern 2004, 325, 327. Monographisch Schmidt, Das Konzept einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung (2000). Zu den Besonderheiten der Unternehmensbewertung in der externen Rechnungslegung am Beispiel der Goodwill-Bilanzierung siehe Baetge/Kümmel, in: FS Druckarczyk (2003), S. 1, 12 ff.

⁷² So das Preface to IFRS; siehe Heuser/Theile, IAS/IFRS Handbuch² (2005), S. 3; Merkt, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), Einl v § 238 Rn. 103. Nach dem Rahmenkonzept („Framework“) des IASB sollen IFRS-Abschlüsse den Anlegern auch eine Bewertung von Qualität und Effizienz des Managements ermöglichen; dazu Pellens/Fülbier/Gassen/Sellhorn, Internationale Rechnungslegung⁷ (2008), S. 113. Für einen Vergleich von HGB-Bilanzierung und IFRS siehe Lüdenbach/Hoffmann, IAS/IFRS² (2004), § 1 Rn. 15 ff.

⁷³ Irreführend die Begründung des europäischen Normgebers, wonach das jährliche Dokument „ein angemessenes Informations- und Schutzniveau für die Anleger gewährleisten solle“, siehe Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM(2002) 460, S. 17. Auf einem informationseffizienten Kapitalmarkt geht von bereits im Preis verarbeiteten Publizitätsakten kein Informationswert mehr aus; siehe oben S. 124. Bei einer Umfrage unter deutschen Emittenten wurde am häufigsten die Abschaffung des jährlichen Dokuments gefordert, siehe DAI, Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Unternehmen (2007), S. 39

⁷⁴ Siehe oben S. 78.

⁷⁵ Otto, in: Heymann, HGB² (1999), § 334 Rn. 9; Zimmer/Cloppenburg, ZHR 171 (2007), 519, 529 f.

⁷⁶ Mock, in: KK-WpHG (2007), § 37v Rn. 36, § 37w Rn. 41.

Damit kommt es letztlich doch zu einer deliktsrechtlichen Relevanz der Buchführungsvorschriften am Kapitalmarkt.

Nach der Neufassung der Regelpublizität durch das TUG⁷⁷ wird die bisherige h.M. ihre Position nur schwer aufrechterhalten könne. Denn nun folgt der individualschützende Charakter der Vorschriften über die Jahresfinanzberichte, Halbjahresfinanzberichte, Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung sowie die Veröffentlichungen nach § 30e WpHG⁷⁸ bereits aus einer europarechtskonformen Auslegung. Art. 7 Transparenzrichtlinie fordert die Mitgliedstaaten auf, sicherzustellen, dass diese Pflichten mit zivilrechtlicher Haftung sanktioniert sind.⁷⁹ Durch den Verzicht, spezialgesetzliche Haftungsvorschriften zu schaffen,⁸⁰ bleibt nur der Weg, § 823 Abs. 2 BGB in vollem Umfang auf diese Pflichten zu erstrecken. Der Umweg über die strafrechtlichen Vorschriften ist hier bereits deshalb ausgeschlossen, weil etwa die Abgabe falscher Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung strafrechtlich nicht sanktioniert ist.⁸¹

cc) Fehlerhaftigkeit der Regelpublizität

(1) Keine Haftung für unterlassene Veröffentlichungen

Bei der Regelpublizität sollte allerdings lediglich die Veröffentlichung falscher oder unvollständiger Informationen zu einer Haftung führen, nicht dagegen das gänzliche Unterlassen einer Veröffentlichung^{82 83}. Sofern bis zum entscheidenden Stichtag eine Regelveröffentlichung nicht erfolgt, entfaltet der Markt selbst einen hinreichenden Steuerungsdruck auf die betreffenden Organwalter, da die Nichtveröffentlichung – anders als bei der pflichtwidrig unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung – sofort offenkundig ist und

⁷⁷ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007, BGBl. I, S. 10.

⁷⁸ Als Umsetzung von Art. 16 Transparenzrichtlinie, siehe Begr. RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 41 f. Gegen die Schutzgesetzzeigenschaft von § 30e WpHG *Pavlova*, Anlassbezogene Informationspflichten (2008), S. 247.

⁷⁹ Andere Mitgliedstaaten haben dies zum Anlass genommen, eine umfassende Haftung für fehlerhafte Regelpublizität einzuführen, so etwa Großbritannien, wo durch den Companies Act 2006 sec. 90A und sec. 90B FSMA eingefügt wurden, die eine Emittentenhaftung für fehlerhafte Regelpublizität vorsehen. Siehe dazu *Davies*, *Davies Review of Issuer Liability: Final Report* (2007). Siehe auch bereits oben S. 226.

⁸⁰ So etwa die Forderung von *Mülbert*, Stellungnahme zum TUG vor dem BT-Finanzausschuss, S. 9 ff. Siehe auch bereits *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1652 ff.

⁸¹ In Betracht käme lediglich eine Strafbarkeit nach § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG; dazu vorstehend S. 77 f.

⁸² Auch nach sec. 90A (3)(b) FSMA haftet der Emittent nur für “(i) any untrue or misleading statement [...] or (ii) the omission from any such publication of any matter required to be included in it”, also für falsche oder irreführende Angaben sowie das Unterlassen der Offenlegung von in einer Veröffentlichung aufzunehmenden Umständen, nicht aber für das gänzliche Unterlassen einer Veröffentlichung.

⁸³ A.A. *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1653.

auf erhebliche interne Probleme bei der Rechnungslegung schließen lässt. Um diesen Effekt zu vermeiden, wird ein Unternehmen stets bemüht sein, seinen Regelveröffentlichungspflichten pünktlich nachzukommen. Erst wenn dabei falsche Informationen veröffentlicht werden, bedarf es eines Eingreifens des Haftungsrechts.⁸⁴ An dieser Stelle wirkt der Schutzzweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, die Überwachungsfunktion funktionierender Kapitalmärkte präventiv zu sichern, haftungsbegrenzend.

(2) Haftung für falsche oder unvollständige Veröffentlichungen

Zur Beantwortung der Frage, wann eine falsche Veröffentlichung im Rahmen der Regelpublizität im Einzelnen haftungsrelevant ist, lassen sich die zur Prospekthaftung entwickelten Grundsätze entsprechend heranziehen. Danach⁸⁵ kommt es auf den Gesamteindruck der Veröffentlichung an und es sind nur solche Fehler haftungsbegründend, die für den Wert des Finanzinstruments erheblich sind. Ergänzend können die Grundsätze zum Straftatbestand der unrichtigen Darstellung fruchtbar gemacht werden. Auch hier muss es sich um eine Unrichtigkeit von einigem Gewicht handeln, die das Gesamtbild beeinträchtigt.⁸⁶ Letztlich ist entscheidend, ob die Fehldarstellung kursrelevant ist. Das wird bei vielen vergangenheitsbezogenen Fehlern nicht der Fall sein.

(3) Pflicht zur Aktualisierung der Entsprechenserklärung

Gegenstand einer besonderen Diskussion ist die Frage, inwieweit die Abgabe einer falschen Entsprechenserklärung nach § 161 AktG zu einer Haftung führen kann.⁸⁷ Aufgrund der gesetzlichen Forderung zu erklären, dass den Empfehlungen „entsprochen wurde und *wird*“ besteht ein Streit darüber, ob trotz der grundsätzlichen Pflicht zur „jährlichen“ Erklärung eine Pflicht zur unterjährigen Korrektur bei verändertem Geschäftsverhalten

⁸⁴ Siehe auch den wertungsmäßigen Gleichlauf mit der strafrechtlichen Sanktionierung des Bilanzzeids: Entgegen dem RegE zum TUG, der in § 331 Nr. 3a HGB-E auch die Nichtabgabe des Bilanzzeids unter Strafe stellen wollte, hat der Finanzausschuss des Bundestags eine Streichung dieses echten Unterlassungsdelikts empfohlen; siehe Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/3644. S. 59. Dies ist konsequent, da auch die Nichtaufstellung der Abschlüsse gemäß § 283b Abs. 3 i.V.m. § 283 Abs. 6 StGB nur dann strafbar ist, wenn die Zahlungen eingestellt, das Insolvenzverfahren eröffnet oder die Eröffnung mangels Masse abgelehnt wurde.

⁸⁵ Siehe oben S. 245 f..

⁸⁶ Dazu oben S. 77 f.

⁸⁷ Für eine Anwendung der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung etwa *Lutter*, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex³ (2008), Rn. 1634; für eine Haftung aus § 37c WpHG etwa *Hirte*, Das Transparenz- und Publizitätsgesetz (2003), S. 23.

besteht.⁸⁸ Die Gesetzesbegründung bringt dazu klar zum Ausdruck, dass Haftungsgefahren (nur) bei einer unterjährigen Korrektur ausgeschlossen seien.⁸⁹ Auch aus funktionaler Sicht ist eine Pflicht zur unterjährigen Korrektur zu bejahen: Durch die Entsprechenserklärung bindet sich der Emittent, bestimmte – gesetzlich als solche nicht zwingend vorgegebenen – Standards guter Corporate Governance einzuhalten. Dies führt zu einer gewissen Erwartungshaltung des Kapitalmarkts, der so eine materielle Bewertung der Corporate Governance des Emittenten vornimmt.⁹⁰ Abweichungen der tatsächlichen Praxis von der abgegebenen Erklärung vereiteln diesen Steuerungseffekt. Daher ist eine Pflicht zur unterjährigen Korrektur zu bejahen. Aus dem Vorgesagten lässt sich auch ohne weiteres ableiten, dass die Pflicht zur Abgabe und Korrektur der Entsprechenserklärung Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist und ein Verstoß daher zu einer Haftung führt.⁹¹

b) Ad-hoc-Publizität

aa) Allgemeine und spezielle Ad-hoc-Publizitätspflichten

Neben die Regelpublizität tritt die anlassbezogene Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Sie geht von der Überlegung aus, dass die bloße Regelpublizität den Schnelligkeitserfordernissen des modernen Wertpapierhandels nicht genügt und daher der Ergänzung in Form einer unverzüglichen Veröffentlichungspflicht bedarf. Die Ad-hoc-Publizität dient der Herstellung von Markttransparenz, wodurch eine korrekte Preisbildung ermöglicht wird. Insbesondere als Instrument zur Bekämpfung von Insiderhandel kommt der Ad-hoc-Publizität Bedeutung zu, da eine „unverzügliche“ Be-

⁸⁸ Für eine solche Pflicht *Lutter*, in: FS Druey (2002), S. 463, 477; *Hirte*, Das Transparenz- und Publizitätsgesetz (2003), S. 18; *Ihrig/Wagner*, BB 2002, 2509, 2510 ff.; *Ulmer* ZHR 166 (2002), 150, 170 f.; dagegen *Seibt*, AG 2002, 249, 254; *Kollmann*, WM Sonderbeil. 1/2003, S. 3, 7.

⁸⁹ Begr. RegE TransPuG, BT-Drucks. 14/8769, S. 22.

⁹⁰ Erste empirische Studien deuten allerdings auf eine geringe Kursrelevanz der Entsprechenserklärung hin. Siehe *Bassen/Kleinschmidt/Prigge/Zöllner*, DBW 66 (2006), 375 (die allerdings eine Relevanz der Vorstandsregeln feststellen konnten, siehe a.a.O., S. 393); *Nowak/Rott/Mahr*, ZGR 2005, 252. Eine mögliche Erklärung könnte darin liegen, dass das deutsche Aktienrecht nach wie vor bereits sehr hohe zwingende gesetzliche Vorgaben macht, so dass die Kodex-Empfehlungen nur noch „Lücken“ geringerer Wichtigkeit füllen.

⁹¹ Zur Haftung für fehlerhafte Entsprechenserklärungen monographisch *Becker*, Die Haftung für den deutschen Corporate Governance Kodex (2005), S. 57 ff.; siehe auch *Abram*, NZG 2003, 307; *Bachmann*, WM 2002, 2137, 2139 ff.; *Berg/Stöcker*, WM 2002, 1569; *Borges*, ZGR 2003, 508, 528 ff.; *Kieth*, NZG 2003, 559; rechtsvergleichend *Goulding/Miles/Schall*, ECFR 2005, 20; *Staub*, Corporate Governance Reporting (2005), S. 154 f. (Schweiz); *Völkl*, Corporate Governance Enforcement (2004), S. 60 ff. (Österreich).

kanntgabe kursrelevanter Informationen den Zeitraum für potentielle Insidergeschäfte erheblich verkürzt.⁹²

Neben der allgemeinen Ad-hoc-Publizitätspflicht in § 15 WpHG⁹³ gibt es eine Reihe besonderer Pflichten zur unverzüglichen Veröffentlichung. So sind die Emittenten im Wege der Zulassungsfolgepflichten aus §§ 30b, 30c und 30e WpHG gehalten, die Wertpapierinhaber „unverzüglich“ über Änderungen ihrer Rechte, den Ort und Zeitpunkt sowie die Tagesordnung von Haupt- oder Gläubigerversammlungen sowie über Dividendenberechtigungen zu informieren. Nach § 15a WpHG unterliegen Führungskräfte der Emittenten ebenfalls besonderen anlassbezogenen Veröffentlichungspflichten.⁹⁴ Gemäß § 15a Abs. 4 WpHG sind Inlandsemittenten zur unverzüglichen Veröffentlichung derartiger Directors' Dealings verpflichtet. Während bisher die Auffassung vertreten wurde, dass der Emittent nur verpflichtet sei, seinerseits von den meldepflichtigen Personen erhaltene Mitteilungen zur Veröffentlichung weiterzuleiten,⁹⁵ ist jedenfalls seit der Neufassung des § 15a Abs. 4 S. 1 WpHG durch das TUG⁹⁶ („ein Inlandsemittent hat *Informationen* nach Absatz 1 unverzüglich zu veröffentlichen“) davon auszugehen, dass Inlandsemittenten, die anderweitig von meldepflichtigen Geschäften ihrer Führungskräfte erfahren, auch bei Ausbleiben einer „Mitteilung“ nach § 15a Abs. 1 S. 1 WpHG die zugrunde liegende Information (i.e. das meldepflichtige Geschäft) selbständig zu veröffentlichen haben.⁹⁷ Die Verpflichtung zur Offenlegung von Directors' Dealings stellt einen wesentlichen Bestandteil der Bekämpfung von Insiderhandel dar.⁹⁸ Es wäre vor diesem Hintergrund geradezu widersinnig, wollte man für den Fall, dass ein Insider selbst die Meldung eines Geschäfts unterlässt, trotz positiver Kenntnis hiervon keine Informationspflicht des Emittenten annehmen.

⁹² Zum Regelungszweck der Ad-hoc-Publizität etwa *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 15 Rn. 29; *Ehricke*, in: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 250 f.; *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität (1998), S. 206 ff.; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 147; *Möllers*, in: *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität (2003), § 3 Rn. 43; *Pananis*, WM 1997, 460; *Schlittgen*, Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG (2000), S. 29 ff.; *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel (2003), S. 77 ff.; *von Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität (1999), S. 47 ff.; *Zimmer*, in: *Schwark*, KMRK³ (2004), § 15 WpHG Rn. 9 ff.

⁹³ Zur Ad-hoc-Publizität im Konzern *Rothweiler*, Der Informationsfluss vom beherrschten zum herrschenden Unternehmen (2008), S. 158 ff., der für einen „insiderrechtlichen Informationsanspruch“ analog § 294 Abs. 3 S. 2 HGB eintritt (a.a.O., S. 172).

⁹⁴ Dazu ausführlich unten S. 288 ff.

⁹⁵ Ausführlich dazu *Bednarz*, AG 2005, 835.

⁹⁶ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007, BGBl. I, S. 10.

⁹⁷ A.A. *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504, 508 f.

⁹⁸ Ausführlichen unten S. 288.

bb) Haftungsrechtliche Relevanz der Ad-hoc-Publizität

Die Ad-hoc-Publizität stand lange Zeit im Mittelpunkt der Diskussion über die Kapitalmarkthaftung, da sie nach allgemeiner Wahrnehmung das vorrangige Instrument für die zweifelhafte Informationspolitik am „Neuen Markt“ war und in einigen Fällen Rechtsverstöße gerichtsfest belegt werden konnten.⁹⁹ Die Ad-hoc-Veröffentlichungspflichten sind aus zwei Gründen besonders haftungsrelevant und damit prädestiniert für eine Exemplifizierung der sich im Bereich der Kapitalmarkthaftung stellenden Probleme:¹⁰⁰ Zum einen besteht aufgrund ihres Schutzzwecks, den Insiderhandel zu bekämpfen, eine besonders enge Verbindung zu verbotenen Handlungsweisen und Verstößen mit Selbstbereicherungsabsicht. Zum anderen eignet sich die Ad-hoc-Publizität in besonderer Weise zum Einsatz als Werbemittel am Kapitalmarkt, da sie erstens überraschend, zweitens mit dem Anspruch auf grundlegende, unerwartete Nachrichten und drittens mit einem – im Vergleich zur Veröffentlichung von Bilanzzahlen – relativ untechnischem Erscheinungsbild auftritt.

Es verwundert daher nicht, dass seit den Zeiten des „Neuen Marktes“ unzählige Publikationen zur Frage einer möglichen Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen erschienen sind¹⁰¹ und der Gesetzgeber bzw. die vorbereitende Ministerialbürokratie mit einer Vielzahl von Gesetzesvorschlä-

⁹⁹ Siehe etwa die Entscheidungen BGHZ 160, 134; 160, 149; BGH NJW 2004, 2668; BGH Beschl. v. 26.6.2006 – II ZR 206/05 (alle: Infomatec); BGH NJW 2005, 2450 (EM.TV); BGH NZG 2007, 269; NZG 2007, 346; NZG 2007, 345; NZG 2007, 708; NZG 2007, 711; NZG 2008, 382; WM 2008, 398; NZG 2008, 386 (alle: Comroad). In vielen Verfahren hatten die Kläger zwar im Ergebnis keinen Erfolg, in allen Fällen wurden aber Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflichten festgestellt.

¹⁰⁰ So etwa das Vorgehen bei *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 96 ff. und *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 109 ff.

¹⁰¹ Im Bereich der Aufsätze siehe beispielsweise *Baums*, ZHR 167 (2003), 139; *Casper*, *Der Konzern* 2006, 32; *Fleischer*, BB 2002, 1869; *ders.*, ZGR 2004, 437; *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063; *Gottschalk*, *Der Konzern*, 2005, 274; *Groß*, WM 2002, 477; *Hennrichs*, in: FS Kollhoser (2004), S. 201; *Horn*, in: FS Ulmer (2003), S. 817; *Kalss*, ÖBA 2000, 641; *Keusch/Wankerl*, BKR 2003, 744; *Kiethe*, DStR 2003, 1982; *Kort*, NZG 2005, 496; *ders.*, NZG 2005, 708; *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839; *Krause*, ZGR 2002, 799; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857; *Möllers*, in: RWS-Forum Bankrecht 2002 (2003), S. 271; *ders.*, JZ 2005, 75; *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648; *dies.*, BKR 2002, 1071; *dies.*, NZG 2003, 112; *Nietsch*, BB 2005, 785; *Pluskat*, FB 2002, 235; *Renzenbrink/Holzner*, BKR 2002, 434; *Rieckers*, BB 2002, 1213; *Rodewald/Siems*, BB 2001, 2437; *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471; *Rützel*, AG 2003, 69; *Schäfer*, NZG 2005, 985; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365; *Weitnauer*, DB 2003, 1719; *Zimmer*, WM 2004, 9. Monographisch siehe beispielsweise *Brellocks*, *Publizität und Haftung* (2005); *Dühn*, *Schadensersatzhaftung* (2003); *Sauer*, *Falschinformation des Sekundärmarktes* (2004) sowie die grundlegende Abhandlung von *Steinhauer*, *Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität* (1999).

gen und -fassungen auf den Plan getreten ist.¹⁰² Dass die Verletzung der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität überhaupt nicht haftungsrelevant ist, kann heute angesichts der §§ 37b, 37c WpHG nicht mehr vertreten werden. Umstritten sind aber nach wie vor der Umfang des ersatzfähigen Schadens¹⁰³ und die Frage einer persönlichen Organhaftung für unterlassene oder fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen.¹⁰⁴

cc) Haftung für unterlassene oder verspätete Ad-hoc-Publizität

(1) Haftungsrechtliche Bestimmung des Veröffentlichungszeitpunkts

Da sich die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG darauf bezieht, einen einzelnen Umstand unverzüglich zu veröffentlichen, konzentriert sich die haftungsrechtliche Problematik darauf, ab welchem Zeitpunkt eine Information vorliegt, die geeignet ist, den Kurs gemäß § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG erheblich zu beeinflussen.¹⁰⁵ Teilweise wird vorgeschlagen, auf den Zeitpunkt abzustellen, zu dem die unterlassene Mitteilung ohne grobe Fahrlässigkeit spätestens hätte erfolgen müssen.¹⁰⁶ Dafür spricht, dass bereits die Primärpflicht nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG unter der Einschränkung steht, dass die Veröffentlichung „unverzüglich“ zu erfolgen habe, was von der BaFin als „ohne schuldhaftes Zögern“ konkretisiert wird.¹⁰⁷ Entgegen dieses Anscheins handelt es sich bei dem Tatbestandsmerkmal der „Unverzüglichkeit“ aber nicht um ein gesondertes Verschuldensmerkmal. Wie ein Blick in den Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a) WpHG zeigt, handelt ordnungswidrig, wer eine Ad-hoc-Veröffentlichung vorsätzlich oder leichtfertig „nicht rechtzeitig“ vornimmt. Die Unverzüglichkeit bestimmt die Rechtzeitigkeit im Sinne dieses Tatbestands, steht neben der „Leichtfertigkeit“ als Verschuldensmerkmal und ist daher unabhängig von individuellen Besonderheiten einzelner Emittenten allein anhand der infrage stehenden Information zu klären. Dies gilt jedenfalls für die zivilrechtliche Haftung, denn andernfalls käme es zu einer Vermischung von Primärpflicht und Verschulden. Die

¹⁰² Allein § 15 WpHG wurde seit Erlass des WpHG im Jahr 1994 neunmal geändert und auch die §§ 37b, 37c WpHG wurden seit ihrer Einführung im Jahr 2002 bereits durch das AnSVG grundlegend umformuliert. Wichtigster Gesetzentwurf, der nicht realisiert wurde, ist der Entwurf zum KapInHaG, NZG 2004, 1042.

¹⁰³ Dazu unten S. 504 f.

¹⁰⁴ Dazu unten S. 432 ff.

¹⁰⁵ Siehe zu dieser Problematik bereits *Feldhaus*, Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc-Publizität (2002); *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 278 ff., deren Darstellung sich auf die Rechtslage nach dem 4. FMFG beziehen.

¹⁰⁶ *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 177; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1859.

¹⁰⁷ Nr. IV.6.3. des Emittentenleitfaden der BaFin (Stand: 15. Juli 2005).

Pflicht zur Veröffentlichung der Mitteilung ist somit zunächst unabhängig von Verschuldenserwägungen zu bestimmen. Erst haftungsrechtlich ist dann zu prüfen, ob ein grob fahrlässiges Verhalten vorliegt und wem dieses vorzuwerfen ist. Im Folgenden geht es zunächst nur um die objektive Pflicht, eine Ad-hoc-Mitteilung unverzüglich zu veröffentlichen.¹⁰⁸

(2) Vorliegen eines (zukünftigen) Umstands

Begrifflich zu unterscheiden sind dabei der kursrelevante Umstand und die konkrete Information darüber. Als „Umstand“ im Sinne des Insiderrechts kann nur gelten, was als solches zur Kursbeeinflussung geeignet ist. Eine konkrete Information kann bereits vorliegen, ohne dass der Umstand eingetreten ist. Bei solchen zukünftigen Umständen ist gemäß § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG lediglich eine hinreichende Wahrscheinlichkeit erforderlich, dass der betreffende kursrelevante Umstand eintreten wird.

Nach Ansicht der Rechtsprechung und der Kommentarliteratur bedeutet „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ mehr als nur eine überwiegende Wahrscheinlichkeit.¹⁰⁹ Dies ist jedoch fraglich. Zutreffend ist der Ausgangspunkt, dass eine hinreichende Wahrscheinlichkeit zu bejahen ist, wenn ein verständiger Anleger den künftigen Umstand trotz der noch bestehenden Unsicherheiten bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.¹¹⁰ In einem zweiten Schritt wird aber behauptet, von einem verständigen Anleger sei zu erwarten, dass er sich auch durch unveröffentlichte zukunftsbezogene Informationen nicht zu spekulativem Handeln verleiten lasse, sondern nur dann eine Investitions- oder Deinvestitionsentscheidung auf Grundlage eines noch ungewissen Ereignisses treffe, wenn dessen Eintritt mit deutlich mehr als bloß überwiegender Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist.¹¹¹ Diese Argumentation steht jedoch in Widerspruch zum Ziel der Ad-hoc-Publizität, Insiderhandel zu verhindern und die Corporate Governance der Emittenten zu verbessern. Der Vorstellung, durch eine Erfassung von Fällen mit bloß überwiegender Wahrscheinlichkeit werde „lediglich spekulatives Handeln sanktioniert, zu dem sich ein verständiger Anleger aufgrund des tatsächlich vorhandenen Wissens nicht verleiten ließe“,¹¹² liegt

¹⁰⁸ Zum Verschulden ausführlich unten S. 458 ff.

¹⁰⁹ OLG Stuttgart ZIP 2007, 481, 485; offen gelassen bei BGH ZIP 2008, 639, 642; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 13 Rn. 25; ähnlich Pawlik, in: KK-WpHG (2007), § 13 Rn. 93 (> 50 %); a.A. Fleischer, NZG 2007, 401, 406 (im Falle besonders hoher zu erwartender Kursausschläge soll eine Mindestwahrscheinlichkeit genügen).

¹¹⁰ So Harbarth, ZIP 2005, 1898, 1902, ihm folgend OLG Stuttgart ZIP 2007, 481, 485.

¹¹¹ Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 13 Rn. 25, ihm folgend OLG Stuttgart ZIP 2007, 481, 485.

¹¹² Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 13 Rn. 25 a.E.

ein falsches Bild des „verständigen Anlegers“ zugrunde. Dieses Konstrukt dient letztlich dazu, die Erwartungen der Marktteilnehmer zusammenzufassen, die sich im Ergebnis auf die Preisbildung des Wertpapiers auswirken.¹¹³ In die Preisbildung fließen aber stets spekulative Annahmen ein. Dies hat solange keine Auswirkungen, wie es sich um verschiedene Annahmen handelt oder besser informierte Marktteilnehmer die Kurse mittels Arbitrage wieder auf ein korrektes Niveau bringen.¹¹⁴

Bei schutzzweckorientierter Auslegung ergibt sich, dass entscheidend sowohl bei zukünftigen als auch bei bereits eingetretenen Umständen ist, ob die Information darüber zur Beeinflussung des Kurses geeignet ist.¹¹⁵ Ist die von § 13 Abs. 1 WpHG verlangte Kursrelevanz gegeben, ist auch die hinreichende Wahrscheinlichkeit i.S.v. § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG zu bejahen.¹¹⁶ Dies ist nach der Definition des § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG dann der Fall, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Zur Konkretisierung dieser Prognoseeinschätzung hat die Kommentarliteratur die Regel entwickelt, dass durch die Information ein Kauf- oder Verkaufsanreiz gesetzt werden müsse, der daraus resultiert, dass es sich aufgrund eines nach Bekanntwerden der Information zu erwartenden Kursauschlags lohnt, die nicht öffentliche Information zu verwenden.¹¹⁷

Aus ökonomischer Sicht ist nach dem Dividendenmodell¹¹⁸ ein Kursauschlag immer dann zu erwarten, wenn aus der neuen Information eine geänderte Einschätzung des mit einem risikoadjustierten Zinssatz diskontierten Gegenwartswerts (Nettobarwerts) der zu erwartenden ausschüttungsfähigen Cash-Flows, welche die Vermögenswerte der Gesellschaft abwerfen, folgt. Eine Änderung der Erwartung kann sich einerseits daraus ergeben, dass andere ausschüttungsfähige Cash-Flows erwartet werden oder andererseits daraus, dass sich der im Diskontierungszinsfuß widergespiegelte Risikograd des unverändert zu erwartenden Cash-Flows verändert. Da die zukünftig zu erwartenden Cash-Flows stets einem gewissen Unsicherheitsgrad nicht nur hinsichtlich ihres Eintritts, sondern auch hinsichtlich ihres Umfangs unterliegen, führt nicht jede Information über die zukünftigen Erträge der Gesellschaft zu einer Änderung des Nettobarwertes der ausschüttungsfähigen Zahlungsströme und damit zu einer Veränderung des Aktienwertes, der bei Bekanntwerden der Information in einem Kursauschlag Niederschlag finden würde. Wichtig ist aber, dass auch eine

¹¹³ Vgl. oben S. 172 f.

¹¹⁴ Ausführlich oben S. 125 f.

¹¹⁵ *Fleischer*, NZG 2007, 401, 406; für Gerüchte: *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 846.

¹¹⁶ *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1902.

¹¹⁷ *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 13 Rn. 66 a.E.

¹¹⁸ Dazu oben S. 112.

Wahrscheinlichkeit von weit unter 50 %, streng genommen sogar jede Art meßbarer Eintrittswahrscheinlichkeit, dazu führt, dass der betreffende *mögliche* Cash-Flow bzw. die mögliche Änderung eines angenommenen Cash-Flows bei der Bewertung des Finanzinstruments berücksichtigt wird. Abhängig vom Wahrscheinlichkeitsgrad ist nur, mit welchem tatsächlichen Barwert der Cash-Flow eingestellt wird. Besonders hohe *mögliche* Cash-Flows oder mögliche Änderungen solcher Cash-Flows führen auch bei sehr geringer Eintrittswahrscheinlichkeit zu einer erheblichen Veränderung des Unternehmenswertes.¹¹⁹ Für den Fall der Insiderinformation, in dem der Umstand nicht öffentlich bekannt ist, folgt daraus ein rationaler Anreiz, aufgrund des Informationsvorsprungs zu handeln, da bei *augenblicklichem* Bekanntwerden der Information eine sofortige Kursveränderung zu erwarten ist, die einen sicheren Gewinn garantiert.

Das „spekulative“ Restrisiko, dass der kursrelevante Umstand letztlich doch nicht eintritt, kann für die Beurteilung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit keine Rolle spielen, denn bei der Verhinderung von Insiderhandel kommt es darauf an, wie der Markt in *demselben* Augenblick, in dem der potentielle Insider handelt, bei Bekanntwerden der Information reagieren würde.¹²⁰ Der Schaden durch den Insiderhandel tritt bereits dann ein, wenn der Insider beim auf seinen Handel folgenden Bekanntwerden des zukünftigen Umstands einen Handelsgewinn verbucht. Wenn sich später herausstellt, dass der Umstand tatsächlich doch nicht eintreten wird, kann der Insider seine Papiere längst wieder veräußert haben. Dies zeigt, dass die Auslegung der h.M. nicht geeignet ist, dem Insiderhandel tatsächlich vorzubeugen.

(3) Kursbeeinflussungseignung und tatsächliche Kursbeeinflussung

Im Rahmen des Haftungsrechts wird die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zumeist mittels eines auf Indizien gründenden Schlusses be-

¹¹⁹ Vor dem Hintergrund von durch die behavioral finance entdeckten systematischen Prognosefehlern im Bereich geringer Wahrscheinlichkeit plädiert Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance (2006), S. 235 f. dafür, eine Mindestwahrscheinlichkeit von einem Prozent Eintrittswahrscheinlichkeit anzusetzen; ihm folgend Fleischer, NZG 2007, 401, 405. Problematisch an diesem Vorschlag ist, dass er die ökonomisch-psychologischen Gegebenheiten nicht beseitigen kann, sondern nur dazu führt, dass keine gesetzliche Pflicht zur Veröffentlichung eines äußerst unwahrscheinlichen möglichen Geschäfts etc. besteht. Erfährt der Markt trotzdem davon, wird es genau zu dem irrationalen Kursschlag kommen, der als schädlich erkannt ist. Die Gefahr des vorlaufenden Insiderhandels ist damit nicht gebannt. Belässt man es dagegen bei der grundsätzlichen Ad-hoc-Publizitätspflicht, könnte im Rahmen der Mitteilung eine – haftungsbewehrte – Pflicht geschaffen werden, im Sinne des investor education Ansatzes auf die Folgen der geringen Wahrscheinlichkeit hinzuweisen.

¹²⁰ So auch Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 13 Rn. 26.

legt: Wenn eine zunächst geheim gehaltene Information bei ihrem späteren Bekanntwerden einen Kursauschlag verursacht, spricht aufgrund der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte¹²¹ eine tatsächliche Vermutung dafür, dass sie eine entsprechende Kursbewegung auch im Falle ihrer unverzüglichen Veröffentlichung hervorgerufen hätte und damit auch geeignet war, eine erhebliche Kursbeeinflussung hervorzurufen.¹²² Diejenigen Autoren, die betonen, es komme nur auf die *Eignung* zur Kursbeeinflussung, nicht aber auf einen tatsächlichen Kursauschlag an,¹²³ greifen daher zu kurz. Dies gilt für das Haftungsrecht zusätzlich deshalb, weil ein ersatzfähiger Schaden nur dann denkbar ist, wenn es tatsächlich zu einer Beeinflussung des Kurses gekommen ist.

(4) Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht

Die Frage der Kursbeeinflussungseignung stellt sich nur im Rahmen der Primärpflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung. Haftungsrechtlich sanktioniert wird dagegen nur die Nichtveröffentlichung einer Mitteilung, die nach Überzeugung des Gerichts tatsächlich zu einem Kursauschlag geführt hätte. Dabei ist es jedoch nicht angebracht, zum vermeintlichen Schutz der Entscheidungsträger zu großzügige Maßstäbe anzulegen. Denn als systemimmanentes Gegengewicht kann der Emittent gemäß § 15 Abs. 3 WpHG i.V.m. §§ 6 f. WpAIV von der Veröffentlichungspflicht befreit werden, solange dies zum Schutz seiner berechtigten Interessen erforderlich ist.¹²⁴ Die Befreiung schlägt auf das Haftungsrecht durch.¹²⁵ Wesentlich ist dabei, dass diese Befreiung nur gilt, sofern die Information währenddessen lediglich an solche Personen weitergegeben wird, die der Vertraulichkeit unterliegen (vgl. § 15 Abs. 1 S. 4 und 5 WpHG¹²⁶) und solange gemäß § 7 WpAIV die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewahrt bleibt.¹²⁷ Wenn die Gerichte bereits das Vorliegen einer Insiderinformation zum Schutz des Emittenten vor vermeintlich zu

¹²¹ Dazu oben S. 123 ff.

¹²² *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 118. Siehe auch unten S. 541 f.

¹²³ Vgl. z.B. *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1476.

¹²⁴ Prägnant *Fleischer*, NZG 2007, 401, 404 („Auf der ersten Stufe geht es allein um die Informationsinteressen der Anleger; die Geheimhaltungsinteressen des Emittenten kommen erst auf der zweiten Stufe zur Geltung“). Zur Befreiung siehe *U. H. Schneider/Gilfrich*, BB 2007, 53.

¹²⁵ Ganz h.M., vgl. etwa *Nietsch*, BB 2005, 785, 786; *S. H. Schneider*, BB 2005, 897, 901 f.

¹²⁶ Dazu *Leuering*, NZG 2005, 12.

¹²⁷ Bei kursierenden Gerüchten endet die Selbstbefreiung; überzeugend *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 851.

großer Haftungsgefahr verneinen, leisten sie zugleich der unsanktionierten Ausnutzung des Wissens um den betreffenden Umstand Vorschub.¹²⁸

Im Sinne eines steuernden Haftungsrechts können die Voraussetzungen der Selbstbefreiung als ein Filter für solche Fälle wirken, in denen die Unternehmensüberwachungsfunktion des Kapitalmarkts durch die verspätete Veröffentlichung nicht berührt wird, da der entsprechende Umstand nicht von einer Wesentlichkeit ist, die eine andere Bewertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt nach sich gezogen hätte. Es ist Aufgabe der Gerichte, hier mit Augenmaß den Freiraum unternehmerischen Handelns zu erhalten, ohne zugleich Möglichkeiten zur Umgehung kapitalmarktbasierter Corporate Governance-Mechanismen zu eröffnen.

(5) *Ad-hoc-Publizitätspflicht bei krasser Überbewertung der Aktie*

Fraglich ist, ob auch der innere Wert eines Finanzinstruments, insbesondere einer Aktie, selbst eine veröffentlichungspflichtige Insidertatsache begründen kann. Diese Frage stellt sich nur, sofern man die These semiinformationseffizienter Kapitalmärkte jedenfalls für bestimmte Marktphasen aufgibt,¹²⁹ denn ansonsten bietet der Kurs bei Veröffentlichung aller erforderlichen Informationen stets die beste Messung des tatsächlichen Unternehmenswertes. Die moderne Kapitalmarkttheorie geht aber davon aus, dass es zu Marktphasen ("hot markets") kommen kann, in denen sich die Kurse wesentlich von den Fundamentalwerten entfernen.¹³⁰ Dann kann eine Situation entstehen, in der trotz formal ordnungsgemäßer Information des Marktes die Kurse sich in eine Richtung bewegen, die sich mit den fundamentalen Unternehmensdaten nicht mehr in Einklang bringen läßt.

Fraglich ist, ob es rechtliche Möglichkeiten gibt, gegen derartige Auswüchse, die volks- und betriebswirtschaftlich negative Folgen zeitigen können,¹³¹ vorzugehen. Teilweise wird vorgeschlagen, § 15 WpHG eine Pflicht zur Kommentierung von Gerüchten zu entnehmen.¹³² Unabhängig von der Frage, ob es sich dabei tatsächlich um eine eigenständige Veröf-

¹²⁸ Problematisch vor diesem Hintergrund BGH ZIP 2008, 639, 642 (zuvor ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 481), da nach dem Ansatz des BGH (Verneinung einer Insiderinformation durch den erst zukünftigen Wechsel des Vorstandsvorsitzenden vor Abhaltung der entscheidenden Aufsichtsratssitzung) die behauptete Ausnutzung eines Vorabwissens durch eine Bank, deren Vertreter Aufsichtsratsvorsitzender war, nicht mehr geprüft werden konnte.

¹²⁹ Dazu ausführlich oben S. 130 ff.

¹³⁰ Siehe oben S. 114 sowie *Kowalewski*, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 439 ff.

¹³¹ Dazu S. 117 f. und S. 138 f.

¹³² *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance (2006), S. 241 ff.; a.A. *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 849 f.

fentlichungspflicht handelt,¹³³ besteht die Eigenart von hot markets gerade in einem kollektiven Enthusiasmus, der sich dadurch auszeichnet, dass Einzelnachrichten an Bedeutung verlieren zugunsten einer generellen Hochschätzung von Emittenten bestimmter Branchen oder sogar des Gesamtmarkts.¹³⁴ Ob eine Kommentierungspflicht bezüglich einzelner Gerüchte geeignet ist, den Hype um Wertpapiere einer ganzen Branche zu brechen, ist eine offene Frage. Zumal wenn es sich um im Kern zutreffende Gerüchte handeln sollte, dürfte eine Kommentierung den kontraproduktiven Effekt einer Bestärkung der irrationalen Anleger in ihrer Selbstüberschätzung haben, in dem Sinne, man habe es ja schon vorher gewusst, dass bei diesem Emittenten noch Potential vorhanden sei.

Eine erfolgsversprechendere Möglichkeit zur Eindämmung exzessiver, fundamental nicht gerechtfertigter Marktbewertungen könnte darin bestehen, die interne Einschätzung des Emittenten über seinen Fundamentalwert bei einer erheblichen Diskrepanz zum Börsenkurs selbst als einen kursrelevanten Umstand im Sinne des Insiderrechts einzustufen. Der Wortlaut des § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG, wonach sich der Umstand auch auf die Insiderpapiere selbst beziehen kann, lässt eine solche Auslegung unproblematisch zu. Die entscheidende Weichenstellung ist aber, ab wann es sich um einen Umstand mit Kursbeeinflussungseignung im Sinne von § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG auf der einen Seite handelt, der andererseits nicht öffentlich bekannt ist.

Ganz allgemein wird es häufig zu Situationen kommen, in denen die interne Einschätzung des Managements und der Börsenkurs divergieren, ohne dass dies bereits eine Insiderinformation darstellte. Zusätzlich erschwert wird die Lage dadurch, dass bei formal korrektem Publizitätsverhalten der Markt im Prinzip über alle Informationen verfügen sollte, die für eine dem Fundamentalwert angenäherte Bewertung des Emittenten erforderlich sind. Dennoch lässt sich empirisch zeigen, dass in euphorischen Märkten der Informationsverarbeitungsprozess so gestört ist, dass der Börsenkurs keinen vernünftigen Schluss aus den veröffentlichten Informationen darstellt. Für den uninformierten Anleger, der grundsätzlich auch auf die Fairness des Marktpreises vertrauen kann, bedeutet dies eine erhebliche Gefahr. Der tatsächliche Marktpreis suggeriert eine Richtigkeit, die er nicht mehr einlösen kann, da rationale Investoren entweder nicht in der Lage oder aber gar nicht Willens sind, eine Fundamentalkorrektur herbei-

¹³³ Die Ausführungen von Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance (2006), S. 246 ff. zur Kommentierungspflicht de lege lata laufen darauf hinaus, dass eine Ad-hoc-Pflicht besteht, wenn der (vermeintliche) Tatsachekern des Gerüchts kursrelevant ist (oder im Falle des Nichtzutreffens wäre) und keine Befreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG in Betracht kommt. De lege ferenda will er die Entscheidung darüber der BaFin überantworten (ebd., S. 251 f.).

¹³⁴ Vgl. Kowalewski, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 466.

zuführen, sondern selbst versuchen, aus den Fehlbewertungen Gewinne zu schlagen.¹³⁵ In einer solchen Situation verfügen diejenigen Marktteilnehmer, die einen Wissensvorsprung bezüglich des tatsächlich künftig zu erwartenden Cash-Flows des Emittenten haben, über eine Information, die kursrelevante Umstände betrifft. Dem lässt sich nicht entgegenhalten, die Information könne nicht kursrelevant sein, da professionelle Marktteilnehmer gegen die Fehlbewertung nicht vorgehen können oder wollen. Denn erstens verfügen die außenstehenden Marktteilnehmer nur über eine ungefähre Einschätzung, dass die Emittenten einer gewissen Branche weit oberhalb der Fundamentalwerte gehandelt werden, nicht aber über so exakte Kennzahlen wie die Unternehmensinsider und zweitens weist auch das Wissen der professionellen Marktteilnehmer zweifelsohne eine erhebliche Kursrelevanz auf, wie sich etwa daran zeigt, dass Hedgefonds bei der Technologieblase Anfang des Jahrtausends regelmäßig rechtzeitig ausstiegen sind, bevor sich der Kursverfall ereignet hat.¹³⁶

Es bleibt daher festzuhalten, dass in extremen Marktphasen allein die Kenntnis von den durch einen exorbitanten Börsenkurs nach dem Nettobarwert-Konzept suggerierten Erwartungen erheblich abweichenden internen Ertragsersparungen eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellen kann. Eine solche Veröffentlichungspflicht stellt auch keine unbillige Benachteiligung einzelner Emittenten dar, weil in hot markets regelmäßig alle vergleichbaren Unternehmen ebenfalls überbewertet sein werden. Meldet nun ein Emittent die Diskrepanz zwischen Marktkapitalisierung und interner Unternehmensbewertung, wird dies einen tatsächlichen Druck auf die Konkurrenten ausüben, ihre Unternehmensplanung ebenfalls zu kontrollieren. Dem Erstmelder kommt in diese Situation sogar ein besonderer Glaubwürdigkeitsbonus zugute. Zudem müssen Konkurrenten, die eine entsprechende Meldung trotz bestehender Voraussetzungen unterlassen, eine Haftung nach § 37b WpHG vergegenwärtigen. Welche Pflichten sich daraus im Einzelnen ergeben können, ist Gegenstand der kapitalmarktrechtlichen Sorgfaltspflichten.¹³⁷

dd) Haftung für inhaltlich falsche Ad-hoc-Mitteilungen

Weitaus weniger Probleme stellen sich hinsichtlich der Haftung für inhaltlich falsche Ad-hoc-Mitteilungen. Hier können in einem ersten Schritt die zur Unrichtigkeit von Prospekten entwickelten Grundsätze herangezogen werden.¹³⁸ Diese sind allerdings insoweit zu modifizieren, als die Ad-hoc-

¹³⁵ Vgl. *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft (2000), S. 378 f.

¹³⁶ Vgl. *Brunnermeier/Nagel*, 59 J. Fin. 2013 (2004).

¹³⁷ Dazu unten S. 481 ff.

¹³⁸ Oben S. 245 f.

Mitteilung nicht den Zweck verfolgt, den Anlegern eine vollständige Darstellung der für die Anlageentscheidung hinsichtlich eines Finanzinstruments relevanten Faktoren zu bieten. Ziel der Ad-hoc-Publizität ist es vielmehr, den Anleger unverzüglich über einzelne Umstände zu informieren, die eine erhebliche Kursbeeinflussungseignung aufweisen und somit die Gefahr von Insiderhandel begründen. Daraus folgt, dass eine Ad-hoc-Mitteilung nicht in gleicher Weise wie ein Prospekt oder eine Angebotsunterlage den Anspruch auf Vollständigkeit erhebt. Andererseits darf auch im Rahmen der Ad-hoc-Mitteilung der publizitätspflichtige Umstand nicht in einer so unvollständigen Weise veröffentlicht werden, dass es zu einer Irreführung der Anleger kommt. Es besteht vielmehr eine Pflicht, die im Rahmen der Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichte Information vollständig darzustellen.¹³⁹ Als typische Fehler kommen insbesondere erfundene Umstände, Übertreibungen und unzutreffende Dementis in Betracht.¹⁴⁰

c) Beteiligungspublizität

aa) Überblick über die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität

Komplettiert werden die Informationspflichten am Sekundärmarkt durch die sog. Beteiligungspublizität. Bei Emittenten, für die Deutschland Herkunftsstaat ist und die gemäß § 21 Abs. 2 WpHG zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, treten an die Stelle der allgemeinen aktienrechtlichen Mitteilungspflichten gemäß §§ 20, 21 AktG die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten der §§ 21 ff. WpHG. Danach hat der Emittent gemäß § 26 Abs. 1 S. 1 WpHG durch Anleger erhaltene Meldungen über das Über- und Unterschreiten von Stimmrechtsschwellen¹⁴¹ zu veröffentlichen. Die Transparenz der Beteiligungsstruktur gibt Aufschluss über die Machtverhältnisse in der börsennotierten Gesellschaft. Die Zusammensetzung des Aktionärskreises und die Veränderungen maßgeblicher Aktienbeteiligungen sind wichtige Kriterien für die Anlageentscheidungen gerade der institutionellen Investoren.¹⁴² Insofern weist die Beteiligungspublizität einen engen Zusammenhang zum Übernahmerecht auf, als dessen Vorstufe sie betrachtet werden kann.¹⁴³

¹³⁹ Zutreffend *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 56; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 36.

¹⁴⁰ Siehe nur *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 114.

¹⁴¹ Diese Pflicht wird im Einzelnen unten bei 5 behandelt.

¹⁴² *Hildner*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen (2002), S. 24; *Hirte*, in: KK-WpHG (2007), § 25 Rn. 2.

¹⁴³ Zu den Unterschieden zwischen Beteiligungspublizität und übernahmerechtlicher Publizität siehe aber *Mülbert*, in: Bankrechtstag 2006 (2007), S. 141, 149 ff., insbesondere S. 151.

bb) Haftungsrechtliche Relevanz der Beteiligungspublizität

Die Regelungen über die Beteiligungspublizität sind nach h.M. Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB.¹⁴⁴ Zur Begründung wird insbesondere auf die Parallele zu §§ 20, 21 AktG verwiesen sowie der Gegenschluss zu § 15 Abs. 6 WpHG gezogen.¹⁴⁵ Letztlich entscheidend ist aber die Frage, inwieweit die Veröffentlichungspflicht nach § 26 WpHG zur Corporate Governance des Emittenten beiträgt und damit Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist.

Die beteiligungsrechtliche Veröffentlichungspflicht dient als Vorstufe des Übernahmerechts der Entschärfung von Interessenkonflikten. Wenn sich der Unternehmensleitung unliebsame Anleger an dem Emittenten beteiligen, besteht ein Anreiz zu Gegenmaßnahmen. Bedeutung gewinnen vor diesem Hintergrund insbesondere die Meldepflichten nach § 26 Abs. 1 S. 2 WpHG, wonach der Emittent bezüglich des Erwerbs eigener Aktien das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der Schwellen von 3 Prozent (sofern Deutschland der Herkunftsstaat ist), 5 Prozent und 10 Prozent zu melden hat. Da der Erwerb eigener Aktien und ihre Veräußerung typische präventive Abwehrmaßnahmen gegen unliebsame Aktionäre darstellen, ist die diesbezügliche Veröffentlichungspflicht unproblematisch zu den Bestandteilen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses zu zählen.

Aber auch die Pflicht zur Veröffentlichung der Beteiligung Dritter, sobald diese eine gewisse Seriositätsschwelle überschritten hat, sichert die Aufmerksamkeit der Kapitalmarktöffentlichkeit und erschwert damit von der Öffentlichkeit unbemerkte Absprachen zwischen dem Management und den – aus Sicht des Managements einen Lästigkeitswert bedeutenden – Aktionären. Da aktive Aktionäre wesentlicher Bestandteil der Corporate Governance sind¹⁴⁶ und die Regeln über die Beteiligungspublizität einen institutionellen Schutzrahmen für die aktive Partizipation der Aktionäre bilden, gehört auch die Publizitätspflicht des § 26 Abs. 1 S. 1 WpHG zu den potentiell haftungsbegründenden Regeln des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Gleichzeitig weisen die Veröffentlichungspflichten eine Nähe zum Insiderrecht auf, indem sie eine unverzügliche und gleichzeitige Information des Publikums anstreben und damit den

¹⁴⁴ *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen (2006), S. 65, 152; *Bayer*, in: MüKo-AktG² (2000), Anh. zu § 22 AktG § 25 WpHG Rn. 10; *Hirte*, in: KK-WpHG (2007), § 25 Rn. 82; *Merkt*, Unternehmenspublizität (2001), S. 284 ff.; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), Vor § 21 Rn. 16; a.A. *Hüffer*, AktG⁷ (2006), Anh § 22 AktG § 21 WpHG Rn. 1 (in der Neuaufl. 2008 nicht mehr enthalten); *Pavlova*, Anlassbezogene Informationspflichten (2008), S. 247 ff.; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), § 21 WpHG Rn. 16.

¹⁴⁵ So z.B. *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 936 f.

¹⁴⁶ Vgl. oben S. 160.

Zeitraum verkürzen, in dem Insider von ihrem Sonderwissen über die neuen Beteiligungsstruktur profitieren können.¹⁴⁷ Auch insoweit ist der haftungsrechtliche Gleichlauf mit der Ad-hoc-Publizität gerechtfertigt.

cc) Fehlerhaftigkeit der Beteiligungspublizität

Hinsichtlich der Meldepflicht bezüglich der Beteiligungshöhe von Aktionären erschöpft sich die Aufgabe des Emittenten in der Pflicht, diese unverzüglich, spätestens jedoch drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung zu veröffentlichen. Vor dem Hintergrund des Schutzzwecks der Regelung, den Zeitraum der Informationsasymmetrie möglichst kurz zu halten, ist davon auszugehen, dass die Spanne von drei Handelstagen nur dann voll ausgereizt werden darf, wenn die Information entweder bereits allgemein bekannt ist oder aber die Geheimhaltung der Information gesichert und damit ein Insiderhandel nicht zu erwarten ist. Dagegen ist die Meldepflicht nach § 26 Abs. 1 S. 2 WpHG haftungsrechtlich wie eine Ad-hoc-Mitteilung zu behandeln. Auch hier gilt, dass die Frist von (hier) vier Handelstagen nur dann voll ausgereizt werden darf, wenn sichergestellt ist, dass es zu keinem Insiderhandel in den Papieren des Emittenten kommen kann; andernfalls ist das Merkmal „unverzüglich“ wie in § 15 Abs. 1 WpHG auszulegen.

Die Haftung für inhaltlich falsche Veröffentlichungen im Rahmen der Beteiligungspublizität wirft angesichts der gesetzlichen Standardisierung des Meldungsinhalts in §§ 17 ff. WpAIV keine besonderen Probleme auf. In der Regel wird nur eine Fehlinformation über die Identität des Stimmrechtsinhabers oder eine wesentliche Falschmeldung der Beteiligungshöhe kursrelevant sein. Auch in diesen Fällen kann aber die Kursrelevanz ausgeschlossen sein, wenn es sich etwa um Veränderungen im Konzern des Aktionärs handelt und kein außenstehender Dritter die Stimmrechte erwirbt.

3. Übernahmerechtliche Publizitätspflichten

Das Übernahmerecht ist geprägt durch eine Reihe von wesentlichen Interessenkonflikten, die bei der Übernahme eines börsennotierten Unternehmens typischerweise auftreten. Besonders augenfällig sind die Interessenkonflikte bei einer feindlichen Übernahme, da häufig das bestehende Management nach erfolgreichem Abschluss des Kontrollwechsels ausgetauscht wird. Deshalb gehört die feindliche Übernahme zu den wesentlichen Mechanismen kapitalmarktbasierter Corporate Governance.¹⁴⁸ Vor

¹⁴⁷ Zum Verhältnis von § 26 (§ 25 a.F.) und § 15 WpHG siehe *Assmann*, in: *Assmann/Schneider, WpHG*⁴ (2006), § 15 Rn. 95; *Hirte*, in: *KK-WpHG* (2007), § 21 Rn. 56 f.

¹⁴⁸ Siehe ausführlich vorstehend S. 161 ff.

diesem Hintergrund verfolgen die Publizitätspflichten im Übernahmerecht das Hauptziel, Chancen und Risiken sowie Hintergründe des Übernahmeangebots für die Aktionäre der Zielgesellschaft, gegebenenfalls aber auch für die Aktionäre des Bieters,¹⁴⁹ transparent zu machen und ihnen eine hinreichende Informationsgrundlage für die Entscheidung zur Annahme des Angebots zu geben. Dieses zentrale Prinzip ist dem Übernahmerecht in § 3 Abs. 2 WpÜG vorangestellt.¹⁵⁰ Im Einzelnen sind die Publizitätspflichten des Bieters und der Zielgesellschaft bzw. der Verwaltung der Zielgesellschaft zu unterscheiden.

Im Mittelpunkt der Informationspflichten des Bieters steht die Pflicht zur Veröffentlichung einer Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜG-AngebotsVO. Diese Pflicht wird sekundiert durch die Pflichten vor Beginn des Angebots (§ 10 WpÜG) und nach Abgabe des Angebots (§ 23 WpÜG) sowie, für den Fall des Kontrollerwerbs, durch die Veröffentlichungspflicht gemäß § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG.

a) Angebotsunterlage

aa) Inhalt und Funktion der Angebotsunterlage

Zentrales Dokument des Übernahmeverfahrens ist die Angebotsunterlage. Sie ist im Wesentlichen dem Wertpapierprospekt nachempfunden¹⁵¹ und dient gemäß § 11 Abs. 1 S. 2 WpÜG dazu, den Anlegern alle Angaben zukommen zu lassen, „die notwendig sind, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können.“ Diese Generalklausel lehnt sich an die prospektrechtlichen Generalklauseln an.¹⁵² Die im Einzelnen aufzunehmenden Angaben ergeben sich aus den Katalogen von § 11 Abs. 2

¹⁴⁹ Hier ist insbesondere an den Fall Deutsche Börse AG zu erinnern, in dem aktive Aktionäre des Bieters Deutsche Börse die Übernahme der Londoner Börse LSE verhinderten, mit der Begründung, das Angebot sei zu hoch. Siehe FAZ vom 8.3.2005, S. 23 („Die Aktionäre setzen sich durch“). Nicht betrachtet werden im Rahmen dieser Abhandlung dagegen Informationspflichten gegenüber sonstigen Stakeholdern des Bieters wie etwa die Pflichten nach §§ 10 Abs. 5 S. 3, 14 Abs. 4 S. 3 WpÜG, den eigenen Betriebsrat bzw. die eigenen Arbeitnehmer zu informieren.

¹⁵⁰ Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 29. Einer konkreten auf den Einzelfall bezogenen Anwendung ist § 3 Abs. 2 WpÜG nicht zugänglich; vgl. *Versteegen*, in: KK-WpÜG (2003), § 3 Rn. 30. In der Regelung kommt aber der grundlegende Rechtsgedanke des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses zum Ausdruck, wonach den betroffenen Anlegern ein subjektives Recht auf die jeweilige Information in der Form erwächst, wie die objektive Verpflichtung in den Einzelnormen von WpÜG und WpÜG-AngebotsVO niedergelegt ist. Zugleich kann die Regelung zur Schließung planwidriger Regelungslücken herangezogen werden, vgl. *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 3 Rn. 2, 21, 25.

¹⁵¹ Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 41, wo die Angebotsunterlage an einer Stelle sogar als „Prospekt“ bezeichnet wird.

¹⁵² Dazu vorstehend S. 240.

WpÜG und § 2 WpÜG-AngebotsVO. Dabei ist davon auszugehen, dass aufgrund der Generalklausel im Einzelfall auch solche Angaben aufzunehmen sind, ohne die nicht in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entschieden werden kann, selbst wenn diese Angaben nicht unmittelbar in einem der Kataloge enthalten sind.¹⁵³ Nur eine solche Lesart wird dem Schutzzweck und den Generalklauseln in § 11 Abs. 1 sowie § 3 Abs. 2 WpÜG gerecht.¹⁵⁴ Denn wenn es sich bei § 11 WpÜG um eine gesetzliche Informationspflicht handelt, die geschaffen wurde um eine Vielzahl ineffizienter einzelvertraglicher Regelungen durch eine marktmäßige Standardisierung der Anforderungen zu ersetzen,¹⁵⁵ so beurteilt sich das Informationsbedürfnis nach dem Empfängerhorizont des Publikums.¹⁵⁶ Im Übernahmerecht ist im Rahmen der zu stellenden Anforderungen stärker auf die individuellen Fähigkeiten der einzelnen Anleger abzustellen, weshalb die gesetzlich vorgegebenen Mindestangaben nicht stets die Informationsbedürfnisse des Empfängerkreises hinreichend abdecken.¹⁵⁷ Denn es besteht ein wichtiger Unterschied zu den zuvor betrachteten Konstellationen: Der Erwerbspreis am Primärmarkt und der Kurs auf dem Sekundärmarkt spiegeln – die Informationseffizienz des Marktes unterstellt – den Wert des Finanzinstruments unter Zugrundlegung der öffentlich verfügbaren Informationen wider.¹⁵⁸ Eine solche „Richtigkeitsgewähr“ bietet der Angebotspreis bei einem öffentlichen Übernahmeangebot nicht ohne weiteres.¹⁵⁹ Zwar ist bei einer sehr hohen Annahmeakzeptanz prima facie davon auszugehen, dass die Angebotskonditionen auf Grundlage der zur Verfügung stehenden Informationen fair sind,¹⁶⁰ dies hilft jedoch dem vor der Deinvestitionsentscheidung stehenden (Klein-)Anleger während des Laufs der Annahmefrist nur bedingt, da zu diesem Zeitpunkt eben noch nicht feststeht, ob auch die anderen Aktionäre das Angebot annehmen. Dieses Dilemma¹⁶¹ wird etwas

¹⁵³ *Assmann*, AG 2002, 153, 156; *Hamann*, ZIP 2001, 2249, 2251; *Thoma*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Stand 05/04), § 12 Rn. 29; a.A. *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 12 Rn. 41 ff.; *Seydel*, ebenda., § 11 Rn. 27 unter Verweis auf den Wortlaut von § 11 Abs. 2 WpÜG, in dem nicht von „Mindestangaben“ o.ä. die Rede ist; differenzierend *Bosch/Meyer*, in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG (2005), § 11 Rn. 53.

¹⁵⁴ Zutreffend *Renner*, in: *Haarmann/Schüppen*, *Frankfurter Komm. WpÜG*² (2005), § 11 Rn. 33.

¹⁵⁵ Vgl. vorstehend S. 203.

¹⁵⁶ Vorstehend S. 172 ff.

¹⁵⁷ Vgl. etwa *Assmann*, AG 2002, 153, 155, der von einem „,durchschnittlichen‘, mit der gebräuchlichen Schlüsselsprache nicht vertrauten Angebotsadressaten“ spricht.

¹⁵⁸ Vorstehend S. 112 und S. 123 ff.

¹⁵⁹ Dazu bereits oben S. 190 f.

¹⁶⁰ Vgl. dazu auch § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG, wonach bei einer Akzeptanz von 90 % die gewährte Gegenleistung auch im Ausschlussverfahren als angemessen angesehen wird; krit. dazu *Rühland*, *NZG* 2006, 401, 405.

¹⁶¹ Vgl. auch *Mülbert/Birke*, *WM* 2001, 705, 713 f.

abgemildert durch die Informationspflicht des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG, wonach die zugegangenen Annahmeerklärungen wöchentlich bzw. in der letzten Woche des Angebots täglich zu veröffentlichen sind, und die „Zaungastregel“ des § 16 Abs. 2 S. 1 WpÜG, die es bei Übernahmeangeboten (nicht aber bei Pflichtangeboten) den Aktionären, die das Angebot nicht angenommen haben, noch für zwei Wochen nach Angebotsende ermöglicht, das Angebot doch noch anzunehmen. Durch diese Maßnahmen kann aber nicht der Mechanismus eines informationseffizienten Marktes, der sekundenschnell die Einpreisung neuer Informationen vornimmt, ersetzt werden. Daher besteht im Übernahmerecht ein erhöhtes Schutzbedürfnis für den individuellen Anleger, das sich in einer Änderung des maßgeblichen Empfängerhorizonts niederschlägt.

Eine weitere Besonderheit der übernahmerechtlichen Publizität liegt darin, dass dem Aktionär gemäß § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG auch gesetzlich vorgegebene Informationen über die durch den Bieter mit der Zielgesellschaft verfolgten Absichten zu geben sind.¹⁶² Besonders ist diese Informationspflicht deshalb, weil ein unternehmensexterner Dritter verpflichtet wird, über seine beabsichtigte Geschäftspolitik zu informieren, während die sonstigen kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten grundsätzlich das bestehende Management verpflichten. Der Grund für die Abweichung liegt in dem Charakter des Übernahmerechts als funktionellem Konzerneingangsschutz. Die Pflicht nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG soll nach der Literatur insbesondere denjenigen Aktionären dienen, die sich entschließen, als Minderheitsaktionäre in der Gesellschaft zu verbleiben.¹⁶³ Allerdings ermöglicht sie vor allem Rückschlüsse auf den Wert der Zielgesellschaft für den Bieter und hilft damit auch den verkaufswilligen Aktionären, die Fairness des Preises einzuschätzen. Aktionäre, die sich entschieden haben, ihre Anteile an den Bieter zu verkaufen, können aufgrund falscher Angaben über die zukünftigen Absichten des Bieters Schadensersatz beanspruchen, wenn sich die verschwiegene/falsch dargestellte Absicht in einem höheren Erwerbspreis niedergeschlagen hätte. Nicht erfasst vom Schutzzweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist dagegen das Interesse, Aktionär der Zielgesellschaft zu bleiben. Sofern der tatsächliche Wert der Aktie – auch in Anbetracht einer möglichen anderweitigen Geschäftspolitik des Unternehmens unter der zukünftigen Kontrolle des Bieters – voll vergütet wird, sind die kapitalmarktrechtlich geschützten Interessen des Anlegers gewahrt.¹⁶⁴

¹⁶² Seit dem Risikobegrenzungsgesetz ist eine solche Verpflichtung schon beim Erwerb von 10 Prozent der Stimmrechte vorgesehen, siehe dazu unten S. 293 f.

¹⁶³ Siehe stellvertretend *Seydel*, in: KK-WpÜG (2003), § 11 Rn. 66.

¹⁶⁴ Siehe auch ausführlich nachstehend S. 496 f. und S. 510 ff.

bb) Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen

Die haftungsrechtliche Relevanz der Angebotsunterlage steht bereits deshalb außer Frage, weil mit der Verpflichtung nach § 11 WpÜG zugleich die Haftungsvorschrift des § 12 WpÜG eingeführt wurde. Was die Haftungsvoraussetzungen angeht, kann im Wesentlichen auf die Prospekthaftung verwiesen werden.¹⁶⁵ Bei der Anwendung der dortigen Maßstäbe auf die Angebotsunterlage ist jedoch der veränderte Empfängerhorizont zu berücksichtigen. Die Angebotsunterlage muss einem „durchschnittlichen“ Anleger ohne besondere Fachkenntnisse¹⁶⁶ ermöglichen, die Angemessenheit des Angebots zu beurteilen. Dabei ist eine wesentliche Differenzierung danach vorzunehmen, ob es sich um ein Bar- oder ein Tauschangebot handelt.

(1) Barangebote

Bei einem Barangebot kann der Anleger bereits durch einen Vergleich mit dem aktuellen Börsenkurs der Gesellschaft einen belastbaren Eindruck von der Angemessenheit des Angebots erhalten, so dass die Angebotsunterlage vor allem insoweit relevant wird, als sie Angaben zu den zukünftigen Absichten des Bieters mit der Zielgesellschaft enthält. Auf dieser Grundlage kann der Aktionär die Entscheidung treffen, ob er den Wert seines Anteils zu dem gebotenen Preis realisieren oder in der Gesellschaft verbleiben möchte. Im Grundsatz kommt eine Haftung für eine fehlerhafte Angebotsunterlage bei Barangeboten daher nur in Betracht, sofern sie fehlerhafte Angaben enthält bzw. pflichtwidrig Informationen verschweigt, die geeignet sind, diesen Entscheidungsprozess zu beeinflussen.

(2) Tauschangebote

Anders gelagert sind dagegen die Fälle eines Tauschangebots. Hier sind gemäß § 2 Nr. 2 WpÜG-AngebotsVO in die Angebotsunterlage zugleich Angaben nach dem Wertpapierprospektrecht aufzunehmen, die es dem Aktionär der Zielgesellschaft ermöglichen, die als Gegenleistung gebotenen Aktien des Bieters einzuschätzen. Sofern es sich um ein Übernahme- oder Pflichtangebot handelt, dürfen gemäß § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG nur solche Aktien angeboten werden, die einerseits liquide und andererseits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, deren Aktienkurs daher die relevanten Unternehmensnachrichten unter den Bedingungen der Informationseffizienz inkorporiert. Damit besteht auch im Falle

¹⁶⁵ Vorstehend S. 245 f.

¹⁶⁶ Zur Konkretisierung können hier die Maßstäbe des § 31a Abs. 3 WpHG herangezogen werden, da es – wie dort – um den Schutz einer individuellen Anlageentscheidung geht.

des Tauschangebots die Möglichkeit, aufgrund der Aktienkurse und des gebotenen Tauschverhältnisses einen ersten Eindruck von der Angemessenheit des gebotenen Preises zu bekommen. Da aber auch liquide Aktien nicht von sämtlichen Neuaktionären ohne erhebliche Kurseinbrüche sofort verkauft werden können, sind auch die über den Bieter zu veröffentlichen Informationen für die Annahmeentscheidung wichtig. Insoweit ist die Interessenlage derjenigen am Primärmarkt angenähert, so dass hier die Maßstäbe der Prospekthaftung uneingeschränkt Anwendung finden können.

(3) Falschangaben über die Absichten des Bieters

Eine besondere Bedeutung bei der Haftung nach § 12 WpÜG hat die Einstandspflicht für Falschangaben hinsichtlich der nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG zu veröffentlichenden Angaben über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft. Hier stellen sich im Ausgangspunkt ähnliche Probleme wie bei der Haftung für fehlerhafte Prognosen.¹⁶⁷ Entscheidend sind die tatsächlichen Pläne im Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung. Es ist offensichtlich, dass externe Faktoren, die die Verwirklichung der angekündigten Absichten vereitelt haben, nicht haftungsbegründend sein können. Auch darf der Bieter im Anschluss an eine erfolgreiche Übernahme nicht seiner unternehmerischen Freiheit beraubt werden. Auf der anderen Seite darf die Verpflichtung zur Angabe der Absichten, gerade mit Blick auf den bezweckten Konzerneingangsschutz und den Schutz der in der Zielgesellschaft verbleibenden Minderheitsaktionäre, haftungsrechtlich nicht grundsätzlich abgewertet werden. Eine grundlegende Planänderung binnen kurzer Frist – etwa innerhalb eines Jahres nach der Übernahme – indiziert die Verletzung der Informationspflicht nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG und sollte den Bieter zwingen, den dadurch bewirkten Anschein einer Pflichtwidrigkeit im Wege eines Gegenbeweises zu erschüttern. Dazu genügen Darlegung und Beweis der wesentlichen Gründe, die zum Strategiewechsel geführt haben. Eine Veröffentlichung von Unternehmensgeheimnissen ist nicht erforderlich.¹⁶⁸

b) Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht

Einen Spezialfall anlassbezogener Publizität im Übernahmerecht regelt § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG, der die Pflicht statuiert, die Entscheidung zur Ab-

¹⁶⁷ Dazu umfassend *Veil*, AG 2006, 690. Siehe auch nachstehend S. 309 f.

¹⁶⁸ Zu den Beweisregeln ausführlich unten S. 540.

gabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen.¹⁶⁹ Für den Fall des Kontrollerwerbs ersetzt § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG diese Pflicht durch die Pflicht zur Mitteilung des Kontrollerwerbs, die unabhängig davon besteht, ob der Bieter (und die mit ihm gemeinsam handelnden Personen) tatsächlich ein Angebot abgeben wollen.¹⁷⁰

(1) Verhältnis zur allgemeinen Ad-hoc-Publizität

Nach dem Wortlaut des § 10 Abs. 6 WpÜG verdrängen diese speziellen Ad-hoc-Informationspflichten die allgemeine Pflicht des § 15 WpHG. Dies gilt nach ganz h.M. aber nur insoweit, dass eine *doppelte* Veröffentlichung nicht erforderlich ist; bei Vorliegen der Voraussetzungen des § 15 WpHG besteht die Pflicht zur Veröffentlichung einer allgemeinen Ad-hoc-Mitteilung.¹⁷¹

Relevant ist dies insbesondere bei noch erforderlicher Zustimmung des Aufsichtsrates: Im Rahmen des § 15 WpHG wird aus § 4 S. 2 Nr. 2 WpAIV, wonach die noch ausstehende Zustimmung eines anderen Organs ein berechtigtes Interesse für eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG begründet, geschlossen, dass bei gestreckten Entscheidungsprozessen grundsätzlich bereits der Vorstandsbeschluss die Ad-hoc-Pflicht begründet.¹⁷² Demgegenüber wird aus § 10 Abs. 1 S. 2 WpÜG, wonach die noch ausstehende Zustimmung der *Gesellschafterversammlung* des Bieters kein Grund für eine verzögerte Veröffentlichung ist, e contrario geschlossen, dass die fehlende Zustimmung des Aufsichtsrats einen Aufschub rechtfertigt.¹⁷³ Trotz der Einschränkung des § 10 Abs. 1 S. 2 WpÜG ist daher bereits mit dem Vorstandsbeschluss eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG anzunehmen,¹⁷⁴ von der sich der Bieter allerdings gemäß § 15 Abs. 3 WpHG befreien kann. Dafür spricht, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 WpHG zuvörderst auf den Bieter selbst ausgerichtet ist, während die übernahmerechtliche „Ad-hoc-Pflicht“ des § 10 WpÜG vor-

¹⁶⁹ Dazu ausführlich *Hopt*, ZGR 2002, 333, 338 ff.

¹⁷⁰ Das Pflichtangebot ist weniger ein Problem der Informations- als der Handlungspflichten und wird ausführlich im dortigen Zusammenhang erörtert; siehe S. 332 ff.

¹⁷¹ *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 10 Rn. 100; *Noack*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 10 WpÜG Rn. 40; *Santelmann/Steinhardt*, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG² (2007), § 10 Rn. 50; anders noch zur Rechtslage nach dem 4. FMFG OLG Schleswig AG 2005, 212. Zur Frage, ob der Inhalt des Angebots ad-hoc-pflichtig sein kann, siehe *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche (2008), S. 155 f.

¹⁷² Dazu ausführlich *Staake*, BB 2007, 1573 m.w.N.

¹⁷³ *Assmann*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 10 Rn. 15 f.; *Geibel* in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 10 Rn. 12; *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 10 Rn. 35; *Walz*, in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 10 Rn. 24; *Thoma/Stocker*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 10 Rn. 20.

¹⁷⁴ A.A. *Widder/Bedkowski*, BKR 2007, 405, 407 f.

rangig im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft besteht. Letztere müssen erst über ein tatsächlich zu erwartendes Angebot informiert werden, die Aktionäre des Bieters haben aber auch schon im Vorfeld ein gesteigertes Informationsbedürfnis. Dies zeigt sich daran, dass der Konflikt überhaupt nur im Falle eines börsennotierten Bieters auftritt, der selbst in den Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität fällt.¹⁷⁵

(2) Kein Kursrelevanzfordernis

Ansonsten sind die Voraussetzungen der beiden Ad-hoc-Publizitätspflichten jedoch ähnlich,¹⁷⁶ lediglich auf das Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz wird in § 10 WpÜG verzichtet.¹⁷⁷ Dies erklärt sich daraus, dass die Veröffentlichungspflicht nach § 10 Abs. 1 WpÜG nicht den Emittenten trifft, sondern mit dem Bieter einen außenstehenden Dritten, der Aktien des Emittenten erwerben möchte. Insofern stellt die Vorschrift eine Konkretisierung des Marktverzerrungsverbots dar.¹⁷⁸

Die Ankündigung eines öffentlichen Erwerbs- oder Übernahmeangebots hat Relevanz für die Corporate Governance der Zielgesellschaft, insbesondere wenn es sich um ein Angebot handelt, das gegen den Willen des Managements erfolgt.¹⁷⁹ Dies sind aber die im Rahmen von § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG wirklich relevanten Fälle, da bei einvernehmlichen Übernahmeangeboten ohnehin die Zielgesellschaft selbst nach § 15 WpHG publizitätspflichtig ist.¹⁸⁰ Daher berührt die übernahmerechtliche Veröffentlichungspflicht des § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG ebenfalls den Schutzzweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, wonach es den verpflichteten Personen verboten ist, die Publizität von Vorgängen mit Relevanz für die Corporate Governance des Emittenten zu manipulieren. Auch im Rah-

¹⁷⁵ Zu den Gefahren von Übernahmen für die Aktionäre von Bietergesellschaft bereits oben S. 162.

¹⁷⁶ Im Bereich der Befreiungsmöglichkeit trifft § 10 Abs. 1 S. 3 WpÜG eine Sonderregelung gegenüber § 15 Abs. 3 WpHG, indem die BaFin für die Gestattung der Ausnahme zuständig ist, während im Bereich der allgemeinen Ad-hoc-Publizität seit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz allein die Möglichkeit der Selbstbefreiung besteht.

¹⁷⁷ Nach *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 724, 726 soll die Kursrelevanz unwiderleglich zu vermuten sein. Dies trifft als solches jedoch nicht zu, soweit es um die Kursrelevanz für die Aktien des Bieters geht. Siehe sogleich im Haupttext.

¹⁷⁸ *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 10 Rn. 2.

¹⁷⁹ Ausführlich vorstehend S. 161.

¹⁸⁰ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; Nr. IV.2.2.1. des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005); *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 15 Rn. 71 (anders wohl *ders.*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG (2005), § 10 Rn. 77); *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 654 f.; *Bürgers*, BKR 2004, 424, 426; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 934; zur Rechtslage vor dem AnSVG *Hopt*, ZGR 2002, 333, 345 ff., der für den Fall von freundlichen Übernahmen auch zum alten Recht ausnahmsweise eine Ad-hoc-Pflicht der Zielgesellschaft annimmt.

men der allgemeinen Ad-hoc-Publizität wird nicht vorrangig deshalb gehaftet, weil die Meldung Kursrelevanz hat. Entscheidend ist vielmehr, dass der Börsenkurs ein Mittel der Unternehmenskontrolle ist und insofern die Manipulation kursrelevanter Publizitätsakte zugleich eine Beeinflussung von Mechanismen der Corporate Governance darstellt.¹⁸¹ Die Publizitätspflicht hinsichtlich eines beabsichtigten Übernahmeangebots weist bereits als solche eine hinreichend enge Beziehung zur Corporate Governance der Zielgesellschaft auf, so dass es einer Prüfung der Kursrelevanz (für die Aktien der Zielgesellschaft) im Einzelfall nicht bedarf. Zugleich löst auch das Wissen um ein bevorstehendes Angebot eine Informationsasymmetrie zwischen dem (zukünftigen) Bieter und den Aktionären der Zielgesellschaft aus, die im Wege eines Insiderhandels ausgenutzt werden kann.¹⁸² Insoweit ist die Interessenlage also derjenigen der gewöhnlichen Ad-hoc-Publizität angeglichen.

bb) Haftungsrechtliche Relevanz

Haftungsrechtlich ist die Einordnung von § 10 WpÜG in der Literatur allerdings umstritten.¹⁸³ Nach einer Auffassung sollen die §§ 37b, 37c WpHG direkt,¹⁸⁴ nach anderer analog Anwendung finden.¹⁸⁵ Andere Autoren lehnen die Anwendung der Ad-hoc-Haftungsregeln überhaupt ab.¹⁸⁶ Nach ganz überwiegender Meinung handelt es sich bei § 10 WpÜG nicht um ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB,¹⁸⁷ so dass nach diesen Ansichten nur eine Haftung nach § 826 BGB in Betracht kommt.¹⁸⁸

Nach dem vorher Gesagten ist aber davon auszugehen, dass die Publizitätspflicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist und Verstöße dagegen deshalb grundsätzlich zu einer Haftung gegenüber den Anlegern führen können. Es handelt sich

¹⁸¹ Vorstehend S. 223 f.

¹⁸² Zur Unzulässigkeit derartigen Verhaltens schon *Hopt*, ZGR 2002, 333, 339.

¹⁸³ Gesamtüberblick bei *Hager*, Die wertpapierangebotsrechtliche Vorankündigung (2004), S. 207 ff.

¹⁸⁴ *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 10 Rn. 46; *Noack*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 10 WpÜG Rn. 46.

¹⁸⁵ *Thoma/Stöcker*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 10 Rn. 152.

¹⁸⁶ *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 10 Rn. 85.

¹⁸⁷ *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 10 Rn. 86; *Geibel*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 10 Rn. 117; *Thoma/Stöcker*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 10 Rn. 151; *Walz*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 10 Rn. 68; a.A. *Wackerbarth*, in: Müko-AktG² (2004), § 10 WpÜG Rn. 101.

¹⁸⁸ *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 10 Rn. 87; *Walz*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 10 Rn. 69. Daneben werden Ansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit sonstigen Vorschriften (§§ 20a WpHG, 263 StGB etc.) diskutiert.

also um einen weiteren spezialgesetzlich als solchen nicht erfassten Haftungstatbestand des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Dass die Haftung im Ergebnis die gleiche rechtliche Struktur wie § 37b WpHG (in Einzelfällen sind auch Fälle einer Mitteilung falschen Inhalts, also eine Nähe zu § 37c WpHG, denkbar) aufweist, spricht dafür, die Ansprüche dieser Vorschrift zu unterstellen. Da die spezialgesetzlich geregelten Tatbestände aber ohnehin nur Ausdruck eines allgemeinen Prinzips der Kapitalmarkthaftung sind,¹⁸⁹ führt auch eine Anwendung von § 823 Abs. 2 BGB zu keinem abweichenden Ergebnis.

c) Veröffentlichungen über den Stand der Annahmeerklärungen

aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht

Weitere anlassbezogene Veröffentlichungspflichten enthält § 23 WpÜG. Nach dem ersten Absatz dieser Vorschrift hat der Bieter zu bestimmten Zeitpunkten des Übernahmeverfahrens die Höhe der ihm insgesamt zuzurechnenden Stimmrechte an der Zielgesellschaft und damit zusammenhängende Informationen zu veröffentlichen. Diese Veröffentlichungen dienen dazu, das oben geschilderte Dilemma der Aktionäre der Zielgesellschaft zu vermindern, die mangels eines herkömmlichen Preisbildungsprozesses nur anhand der Reaktionen ihrer Mitaktionäre einschätzen können, ob der gebotene Preis fair ist und in welcher Stärke sie gegebenenfalls als Minderheitsaktionäre in der Zielgesellschaft verbleiben würden (sog. Gefangenendilemma).¹⁹⁰ Wenn man sich vor Augen führt, dass die „Wasserstandsmeldungen“ nach § 23 Abs. 1 WpÜG den Zweck verfolgen, einen informationseffizienten Preisbildungsprozess zu substituieren, führt eine Manipulation der Zahl der tatsächlich eingegangenen Annahmeerklärungen dazu, dass über die Grundlage zur Einschätzung der Angemessenheit des gebotenen Erwerbspreises getäuscht wird. Eine Täuschung durch Angabe zu hoher Annahmezahlen kann zu einem Verkaufsdruck auf die Aktionäre der Zielgesellschaft führen¹⁹¹ und damit bewirken, dass sie ihre Anteile unterhalb des eigentlich erzielbaren Wertes veräußern. Auf der anderen Seite kann die Veröffentlichung einer zu geringen Zahl von Annahmeerklärungen den Erfolg des Übernahmeangebots gefährden, ein Szenario, das insbesondere den durch das Pflichtangebot beabsichtigten Konzerneingangsschutz leer laufen lassen kann. Gelingt es dem Bieter beim Pflichtangebot, eine geringe Annahmequote vorzuspiegeln, kann dies dazu führen, dass er einen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft gewinnt,

¹⁸⁹ Vorstehend S. 221 ff.

¹⁹⁰ Statt aller *Witt*, NZG 2000, 809, 811 ff. m.w.N. Ausführlich bereits oben S. 192 f.

¹⁹¹ *Witt*, NZG 2000, 809, 818 f.

ohne einen erheblichen Anteil an Minderheitsaktionäre auskaufen zu müssen.¹⁹²

bb) Haftungsrechtliche Relevanz

Auch bezüglich der Publizitätspflicht nach § 23 Abs. 1 WpÜG ist die haftungsrechtliche Einordnung umstritten. Teilweise wird vertreten, ein Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht bzw. die Veröffentlichung falscher Zahlen stelle eine Verletzung der Aktualisierungspflicht bezüglich der Angebotsunterlage dar und führe daher zu einer Haftung nach § 12 WpÜG.¹⁹³ Umstritten ist, ob § 23 Abs. 1 WpÜG ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB ist.¹⁹⁴ Vereinzelt wird auch die Ansicht vertreten, die Pflichten nach § 23 Abs. 1 WpÜG könnten lediglich öffentlich-rechtliche Sanktionen nach sich ziehen, nicht aber eine zivilrechtliche Haftung.¹⁹⁵

Anknüpfend an den Schutzzweck der Publizität, einen informationseffizienten Preisbildungsprozess durch Veröffentlichung der Anzahl der Annahmeerklärungen zu substituieren, ist davon auszugehen, dass jedenfalls die Publizitätspflichten während des Laufs der Annahmefrist und zum Ende der regulären Annahmefrist (also zu Beginn der weiteren Annahmefrist nach der „Zaungastregel“) Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind. Diese Veröffentlichungen ermöglichen es dem einzelnen Aktionär, sein Exit-Recht¹⁹⁶ auf Grundlage vollständiger und richtiger Information auszuüben. Die Veröffentlichungspflichten nach § 23 Abs. 1 Nr. 3 und 4 WpÜG, die die Mitteilung unverzüglich nach dem Ablauf der weiteren Annahmefrist und unverzüglich nach dem Erreichen der für einen übernahmerechtliche Squeeze-Out erforderlichen Beteiligungshöhe von 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals erfordern, sind als übernahmerechtliche Beteiligungspublizitätsvorschriften anzusehen. Sie sind für die verbleibenden Aktionäre zentraler Bestandteil des über-

¹⁹² Ein Beispiel dafür, dass nicht jedes Pflichtangebot auf das Erreichen einer hohen Annahmequote gerichtet ist, bietet das Pflichtangebot der Porsche AG an die Aktionäre der Volkswagen AG vom 30.4.2007. Siehe *Handelblatt* vom 27. März 2007, S. 12 („Kaufofferte setzt VW-Aktie zu“).

¹⁹³ So insbesondere *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 23 Rn. 99 ff.; für die Veröffentlichungspflichten während des Laufs der Angebotsfrist auch *Diekmann*, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Stand 05/04), § 23 Rn. 75 f.; *Noack*, in: *Schwark, KMRK*³ (2004), § 23 WpÜG Rn. 30. Dagegen *Oechsler*, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG* (2003), § 23 Rn. 14.

¹⁹⁴ Dafür: *Diekmann*, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Stand 05/04), § 23 Rn. 77; *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 23 Rn. 104; dagegen: *Assmann*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG* (2005), § 23 Rn. 50.

¹⁹⁵ *Schröder*, in: *Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG*² (2005), § 23 Rn. 43.

¹⁹⁶ Zur Handlungsalternative „Exit“ als Mittel der Corporate Governance bereits vorstehend S. 151 f.

nahmerechtlichen Konzerneingangsschutzes, lassen sie doch Rückschlüsse auf das zu erwartende Verhalten des neuen Großaktionärs zu. Somit besteht auch hier ein enger Zusammenhang zur (zukünftigen) Corporate Governance der Zielgesellschaft, der es rechtfertigt, die Publizitätspflichten als Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses zu begreifen.

Somit können im Ergebnis Verstöße gegen jede der in § 23 Abs. 1 WpÜG statuierten Pflichten zu einer Haftung des Bieters gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft führen. Anknüpfungspunkt ist aber auch hier der Eingriff in den (substituierten) Preisbildungsprozess, so dass dem geschädigten Aktionär die Differenz zwischen dem tatsächlichen Veräußerungspreis (bzw. seiner Abfindung beim Squeeze-Out) und dem Betrag zu ersetzen ist, den seine Beteiligung tatsächlich wert gewesen wäre bzw. zu dem er diese – auch nach dem Ende des Angebots – bei ordnungsgemäßer Publizität noch hätte veräußern können.¹⁹⁷

d) Veröffentlichung von Neben- und Nacherwerben

Eine weitere anlassbezogene Veröffentlichungspflicht statuiert § 23 Abs. 2 WpÜG. Danach muss der Bieter bei Pflichtangeboten sowie bei Übernahmeangeboten, die bereits zum Erwerb der Kontrolle an der Zielgesellschaft geführt haben, außerhalb des Angebotsverfahrens getätigte Käufe (Nebenwerb) sowie bei Übernahme- und Pflichtangeboten noch ein Jahr nach Ende der Angebotsfrist getätigte Käufe von Aktien der Zielgesellschaft (Nacherwerb) veröffentlichen. Durch diese Pflicht sollen die Nachbesserungsrechte (§ 31 Abs. 4 und 5 WpÜG) derjenigen Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, gesichert werden.¹⁹⁸

Damit liegt der Drittschutz der Regelung auf der Hand; § 23 Abs. 2 WpÜG ist daher auch als Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB anerkannt.¹⁹⁹ Geschützt ist wiederum der Anspruch auf eine Preisdifferenz: Die Nachbesserungsansprüche des § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG wirken wie eine unwiderlegbare gesetzliche Vermutung, dass der während des Angebots von dem kontrollierenden Aktionär bzw. innerhalb eines Jahres nach

¹⁹⁷ Ausführlich zur Schadensberechnung nachstehend S. 510 ff.

¹⁹⁸ Statt aller *Assmann*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG (2005), § 23 Rn. 30. Der Gesetzgeber des WpÜG hat jedoch offenbar übersehen, dass die Nachbesserungsansprüche des § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG (nach Änderungen während des Gesetzgebungsverfahrens) nur für den außerbörslichen Erwerb gelten, während die Publizitätspflicht des § 23 Abs. 2 WpÜG auch Käufe über die Börse erfasst. Die Publizitätsvorschrift ist daher dementsprechend teleologisch zu reduzieren, vgl. *Assmann*, a.a.O. Rn. 37. Die BaFin hat diese Auffassung inzwischen in ihrer Aufsichtspraxis berücksichtigt.

¹⁹⁹ Vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG (2005), § 23 Rn. 50; *Diekmann*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Stand 05/04), § 23 Rn. 77; *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 23 Rn. 104.

dem Ende des Angebots außerbörslich gezahlte höhere Preis den tatsächlichen Wert des Unternehmens widerspiegelt. Eine Verletzung der Publizitätspflicht nach § 23 Abs. 2 WpÜG führt dazu, dass die Anleger nicht den tatsächlichen Wert ihrer Beteiligung realisieren können, weshalb der Schadensersatzanspruch auf Ersatz der entgangenen Nachbesserung gerichtet ist.²⁰⁰

e) Pflicht zur Aktualisierung der Angebotsunterlage

Bisher nicht abschließend geklärt ist die Frage, ob den Bieter über diese gesetzlich statuierten anlassbezogenen Publizitätspflichten hinaus eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Nachtrags zur Angebotsunterlage treffen kann. Die Literatur geht einhellig davon aus, dass die Nachtragspflichten des Prospektrechts auf die Angebotsunterlage analog anzuwenden seien.²⁰¹ Dies ist von besonderer Bedeutung für solche Tauschangebotsunterlagen, die gemäß § 2 Nr. 2 WpÜG-AngebotsVO prospektgleiche Angaben enthalten und daher gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Nr. 3 WpPG von der Prospektspflicht befreien.

Die BaFin vertritt allerdings in ständiger Verwaltungspraxis für jegliche Angebote die Auffassung, ein Nachtrag zur Angebotsunterlage sei – da nicht im Wortlaut des WpÜG enthalten – unzulässig und seine Veröffentlichung stelle einen Missstand dar, der sie gemäß § 4 Abs. 1 WpÜG zum Einschreiten ermächtige. Diese Praxis, die zu einer Vermischung von Aufsichts- und Haftungsrecht führt, stellt entgegen der Intention der BaFin, die Anleger vor verwirrenden Informationen zu schützen, einen Rückschritt für den Anlegerschutz dar. Denn haftungsrechtlich ist grundsätzlich von einer Nachtragspflicht ausgehen, jedenfalls bei prospektersetzenden Angeboten in den Fällen, in denen § 16 WpPG aufgrund der Befreiung von der Prospektspflicht keine direkte Anwendung findet. Solange die BaFin gegen solche Nachträge aber aufsichtsrechtlich vorgeht,²⁰² wird man den Emit-

²⁰⁰ Da der Anspruch auf Nachbesserung das gleiche Anspruchsziel hat, wird der deliktische Anspruch praktisch nur dann relevant werden, wenn Umstände hinzutreten, die eine persönliche Organhaftung rechtfertigen; dazu allgemein nachstehend S. 432 ff.

²⁰¹ Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 12 Rn. 32; ders., AG 2002, 153, 157; ders., in: FS Ulmer (2003), S. 757, 776; Thoma, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 12 Rn. 30; Hasselbach, in: KK-WpÜG (2003), § 21 Rn. 28; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 408; ähnlich Möllers, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 53 (Aktualisierungspflicht aus § 11 Abs. 1 S. 3 WpÜG analog); Oechsler, ZIP 2003, 1330, 1331 (§ 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG analog). Für eine Differenzierung von Barangeboten (dort nur Aktualisierungspflicht bezüglich Zahlungsfähigkeit) und Tauschangeboten (allgemeine Aktualisierungspflicht) Stephan, AG 2003, 551; dem folgend Renner, in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 12 Rn. 33 f.

²⁰² Die BaFin zwingt Emittenten, die einen Nachtrag per Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen zu einer Korrekturmeldung des Inhalts, dass eine solche Information „keine Änderung, Berichtigung, Aktualisierung oder sonstige Veränderung oder Modifizierung

tenten auch zivilrechtlich keinen Vorwurf machen können. Wegen der verbleibenden Rechtsunsicherheit ist die Praxis dazu übergegangen, von den Ausnahmen des § 4 WpÜG im Falle von Tauschangeboten keinen Gebrauch zu machen und zusätzlich zur Angebotsunterlage einen vollständigen Prospekt mit der Möglichkeit des Nachtrags gemäß § 16 WpPG zur Billigung einzureichen. Die dadurch entstehenden zusätzlichen Transaktionskosten gehen letztlich zu Lasten der Anleger.

f) Informationspflichten der Zielgesellschaft

Das Gegenstück zu den Informationspflichten des Bieters bilden die Informationspflichten der Zielgesellschaft oder genauer der Verwaltung der Zielgesellschaft.²⁰³ Im Mittelpunkt steht hier die begründete Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft. Gemäß § 27 Abs. 1 S. 1 WpÜG ist eine solche zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben.

aa) Inhalt und Funktion der Stellungnahme nach § 27 WpÜG

Die Stellungnahme nach § 27 WpÜG bildet das Pendant zur Angebotsunterlage und gemeinsam schaffen diese Dokumente die Grundlage für eine informierte Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft.²⁰⁴ Insbesondere im Falle eines Übernahme- oder Pflichtangebots, das gegen den Willen der bisherigen Verwaltung der Zielgesellschaft erfolgt („feindliche Übernahme“), ergibt sich ein potentieller Interessengegensatz zwischen Vorstand und Aufsichtsrat auf der einen und den Aktionären der Zielgesellschaft auf der anderen Seite. Aber auch im Falle einer mit der Verwaltung der Zielgesellschaft abgestimmten Übernahme besteht die Gefahr, dass Vorstand und Aufsichtsrat den Aktionären aus sachfremden Motiven die Annahme des Angebots empfehlen.²⁰⁵ Der Pflicht zur wahrheitsgemäßen Information bei der Stellungnahme nach § 27 WpÜG kommt daher eine wichtige Funktion im Rahmen der kapitalmarktbasiereten Corporate Governance zu.

der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gebilligten Angebotsunterlage“ beinhalte. Siehe z.B. Ad-hoc-Mitteilung der Pixelpark AG vom 5.1.2007, abrufbar bei <www.euroadhoc.de>.

²⁰³ Ausgeklammert werden im Folgenden solche Informationspflichten der Verwaltung der Zielgesellschaft, die nicht den Aktionären, sondern sonstigen Stakeholdern dienen, wie etwa die Pflicht zur Information des Betriebsrats/der Arbeitnehmer der Zielgesellschaft gemäß §§ 10 Abs. 5 S. 2, 14 Abs. 4 S. 2 WpÜG.

²⁰⁴ *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 421.

²⁰⁵ Zum Ganzen *Fleischer/Schmolke*, DB 2007, 95, 96. Siehe auch *Hopt*, ZGR 2002, 333, 361 zur Zulässigkeit und Offenlegung von inducement fees, die die Zielgesellschaft zu einer „Strafzahlung“ bei Scheitern des Angebots verpflichten.

(1) Ausrichtung am Informationsbedürfnis der Aktionäre

Ähnlich wie im Prospektrecht sowie bei der Angebotsunterlage wird die Informationspflicht zunächst durch die Generalklausel in § 27 Abs. 1 S. 1 WpÜG bestimmt. Danach ist Stellung zu nehmen zum „Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen“. Da es sich um eine reaktive Veröffentlichung handelt,²⁰⁶ bestimmt der Inhalt des Angebots den Informationsbedarf der Anleger. Der Katalog des § 27 Abs. 1 S. 2 WpÜG zählt darüber hinaus die Umstände auf, zu denen die Verwaltung *insbesondere* Stellung zu nehmen hat, weil sie regelmäßig für die Aktionäre von Bedeutung sein werden.

Besonders wichtig sind dabei die Pflichten nach Nr. 1 und Nr. 3, wonach einerseits zu Art und Höhe der Gegenleistung²⁰⁷ und andererseits zu den von dem Bieter verfolgten Zielen Stellung zu nehmen ist. Damit ist die Entscheidungsalternative der betroffenen Aktionäre der Zielgesellschaft angesprochen: Wenn sie sich entscheiden sollten, das Angebot anzunehmen, geht ihr Interesse darauf, einen angemessenen Preis zu erhalten; wenn sie sich dagegen entscheiden sollten, können sie (bei einem Scheitern des Übernahmeangebots) weiter auf die Arbeit des bisherigen Managements setzen oder sich (bei Erreichen der Mindestannahmeschwelle) dazu entschließen, als Minderheitsaktionäre in dem vom Bieter beherrschten Unternehmen zu verbleiben.

Auf den ersten Blick mag es so erscheinen, als sei die erste Alternative eine rein finanzielle Entscheidung, während die zwei Varianten der zweiten Alternative eine unternehmerische Entscheidung betreffen. Das ist zunächst richtig, denn in der zweiten Alternative – der Entscheidung, ob das bisherige Management weitermachen darf oder durch den Bieter ersetzt wird – zeigt sich der Kontrollmechanismus des Marktes für Unternehmenskontrolle.²⁰⁸ Letztlich wird die Wahl, nicht zu verkaufen, aber auch rein finanziell durch den Markt vermittelt. Denn bei der Entscheidung, welche Variante vorzugswürdig erscheint, werde die betroffenen Aktionäre wiederum auf die zukünftig zu erwartenden Cash-Flows schauen, die das eine oder das andere Management voraussichtlich wird generieren können – sowie auf die Problematik, wie viel davon ein die Zielgesellschaft dominierender Bieter einseitig für sich vereinnahmen können. Typischerweise werden derartige Entscheidungsprozesse durch die an der Zielgesellschaft beteiligten institutionellen Investoren geprägt, da von deren Zustimmung oder Ablehnung der Erfolg des gesamten Übernahmeangebots abhängt. Mechanismen wie die „Wasserstandsmeldungen“ nach § 23

²⁰⁶ Fleischer/Kalss, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 96 sprechen von einem kapitalmarktrechtlichen *audiatur et altera pars*.

²⁰⁷ Hirte, in: KK-WpÜG (2003), § 27 Rn. 37; siehe auch Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 419: „das ist für die Aktionäre das Wichtigste“.

²⁰⁸ Ausführlich dazu vorstehend S. 161 f.

Abs. 1 WpÜG und die Zaungastregel schützen die Minderheitsaktionäre, denen so eine Reaktion auf die durch die institutionellen Anleger getroffenen Entscheidungen ermöglicht wird. Die Wahl der Großaktionäre wird wiederum maßgeblich durch den gebotenen Preis bestimmt.

(2) Stellungnahme zu Art und Höhe der Gegenleistung

Im Mittelpunkt steht daher in jedem Fall die Pflicht nach § 27 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG, zu Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung Stellung zu nehmen. Diese beschränkt sich nicht darauf, die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben des § 31 WpÜG sowie der diesen ausfüllenden §§ 3 ff. WpÜG-AngebotsVO²⁰⁹ zu überprüfen,²¹⁰ das ist Aufgabe der BaFin. Erforderlich ist vielmehr eine Aussage dazu, ob die Verwaltung ihre eigenen Erwartungen in dem Börsenkurs richtig widerspiegelt sieht.²¹¹

Streitig ist dabei, ob die Verwaltung von einer Stand Alone-Basis ausgehen darf²¹² oder auch Synergieeffekte der beabsichtigten Übernahme einbeziehen muss.²¹³ Damit der Anleger seine Entscheidungsalternative umfassend bewerten kann, benötigt er Informationen zu beidem.²¹⁴ Allerdings bestehen für die Verwaltung der Zielgesellschaft tatsächliche Grenzen hinsichtlich der Einschätzung von Synergieeffekten. Dies gilt jedenfalls im Falle feindlicher Übernahmeangebote ohne vorherige umfangreiche Übernahmeverhandlungen. In einem solchen Fall kann sich die Stellungnahme grundsätzlich auf eine Stand Alone-Basis stützen und hat nur eine Einschätzung dazu abzugeben, ob die in der Angebotsunterlage konkret in Aussicht gestellten Synergien ohne weitergehende Kenntnis des Bieters und seiner Pläne realistisch erscheinen. Etwas anderes gilt freilich im Falle eines einvernehmlichen Angebots. Hier hat der Vorstand schon bei der Aushandlung eines Zusammenschlusses gemäß § 93 AktG die Interessen der eigenen Gesellschaft zu wahren. Um insoweit nicht pflichtwidrig zu handeln, muss er – in den Grenzen des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG – davon überzeugt sein, dass die Übernahme dem „Wohl der Gesellschaft“ dient. Dies hängt wesentlich von dem ausgehandelt Preis ab und dessen Angemessenheit lässt sich nur unter Berücksichtigung zu erwartender Syn-

²⁰⁹ Dazu ausführlich *Karrer*, Die Angemessenheit der Leistung im Konzern-, Übernahme- und Ausschlussrecht (2003), S. 182 ff.

²¹⁰ *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 27 Rn. 42; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 65; *Röh*, in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 27 Rn. 31.

²¹¹ Ähnlich *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 27 Rn. 39.

²¹² So *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 27 Rn. 46; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 67.

²¹³ So insbesondere *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 27 Rn. 39.

²¹⁴ *Harbarth*, ZIP 2004, 3, 8. Für eine derartige Verpflichtung denn auch *Wackerbarth*, in: MüKo-AktG² (2004), § 27 WpÜG Rn. 20.

ergien sinnvoll beurteilen. Da im Falle einvernehmlicher Zusammenschlüsse zumindest die „Key Players“ im Vorstand in aller Regel der Zielgesellschaft erhalten bleiben, jedenfalls aber der Übernahme positiv gegenüber stehen, haben sie die Möglichkeit und nach § 93 AktG auch die Pflicht, sich über die Zukunftspläne des Bieters für die Zielgesellschaft zu informieren. Diese Kenntnis müssen sie auch im Rahmen der Stellungnahme nach § 27 WpÜG im Interesse ihrer Aktionäre einsetzen. Dies bedeutet, dass jedenfalls der Vorstand – im Regelfall der gründlichen Vorbereitung des freundlichen Angebots aber auch der nach § 111 Abs. 1 AktG zur effektiven Überwachung verpflichtete Aufsichtsrat – zu den zu erwartenden Synergieeffekten einer erfolgreichen Übernahme Stellung zu nehmen haben.

Unabhängig von der Frage des Bewertungsgegenstands wird es im Rahmen der Sorgfaltspflicht grundsätzlich erforderlich sein, für eine pflichtgemäße Stellungnahme zur Angemessenheit der gebotenen Gegenleistung eine sog. Fairness Opinion bei einer unabhängigen Investmentbank einzuholen.²¹⁵

(3) Sonstige Informationspflichten

Daneben ist die Verwaltung gemäß § 27 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG verpflichtet, darauf einzugehen, welche Absicht die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, die selbst Aktien an der Zielgesellschaft halten, hinsichtlich des Angebots verfolgen.²¹⁶ Abgerundet wird der Katalog der Stellungnahmepflichten durch die Generalklausel des § 27 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG, wonach auf die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft eingegangen werden soll. Diese Pflicht stellt die Kehrseite der Pflicht zur Angabe der Absichten des Bieters nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG dar.

(4) Erleichterungen bei einfachen Erwerbsangeboten

Aufgrund der systematischen Stellung im Gesetz findet § 27 WpÜG auch auf einfache Erwerbsangebote Anwendung. In diesem Fall bestehen weit aus geringere Interessenkonflikte und damit auch abgemilderte Schutzbedürfnisse. Dies schlägt sich in den Pflichten nieder. So ist es im Regelfall bei einfachen Übernahmeangeboten nicht erforderlich, eine Fairness Opinion einzuholen, da diese nicht zu einem Kontrollwechsel der Gesellschaft führen und daher der aktuelle Börsenkurs hinreichende Anhaltspunkte für die Beurteilung des gebotenen Preises bietet.

²¹⁵ Ausführlich dazu S. 489 ff.

²¹⁶ Dazu auch unten S. 292.

bb) Haftungsrechtliche Relevanz der Stellungnahme

Die haftungsrechtliche Einordnung des § 27 WpÜG ist umstritten, da anders als bei der Angebotsunterlage eine Haftungsvorschrift wie § 12 WpÜG nicht vorgesehen ist.²¹⁷ Die vertretenen Ansichten beginnen daher mit einer analogen Anwendung von § 12 WpÜG.²¹⁸ Daneben wird die Stellungnahme auch als Prospekt im Sinne der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung eingeordnet.²¹⁹ Exotisch mutet der Vorschlag an, eine Haftung über § 117 Abs. 1 S. 2 AktG zu begründen.²²⁰ Eine Reihe von Autoren ist aber auch der Auffassung, dass § 27 WpÜG ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB darstelle.²²¹ Dass die Pflicht zur Stellungnahme unter keinen Umständen zu einer Haftung führe, wird soweit ersichtlich nicht vertreten.

Aus dem oben genannten Schutzzweck, den Aktionären eine Entscheidung „in Kenntnis der Sachlage“²²² zu ermöglichen, lässt sich die Relevanz der Stellungnahmepflicht für die Corporate Governance der Zielgesellschaft und damit für das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis unschwer ableiten. Wenn dagegen vorgebracht wird, in der Gesetzesbegründung sei vom Schutz des Vermögens von Wertpapierinhabern nicht die Rede,²²³ greift dieser Einwand vor dem Hintergrund des Schutzzwecks individualschützender kapitalmarkrechtlicher Regelungen zu kurz. Der

²¹⁷ Für einen Gesamtüberblick siehe *Weishaupt*, Schadensersatzansprüche der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft im Falle einer fehlerhaften Stellungnahme nach § 27 WpÜG (2007), S. 109 ff.

²¹⁸ *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 27 Rn. 27.

²¹⁹ *Noack*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 27 WpÜG Rn. 35; *Röh*, in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 27 Rn. 86; *Wackerbarth*, in: MüKo-AktG² (2004), § 27 WpÜG Rn. 41.

²²⁰ *Friedl*, NZG 2004, 448, 449 f.; *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 27 Rn. 152; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 146 ff. Eine Haftung nach § 117 Abs. 1 S. 2 AktG soll zwar nach h.M. auch Verwaltungsmitglieder selbst treffen können – dagegen mit durchgreifenden Gründen *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (2004), S. 223 –, dies setzt aber unstreitig voraus, dass das einflussnehmende Verwaltungsmitglied andere Verwaltungsmitglieder zu einem schädlichen Tun bestimmt hat. Dies kann wohl kaum anzunehmen sein, wenn ein Vorstand den anderen zu einem bestimmten Abstimmungsverhalten bewegt, da andernfalls die Haftungsordnung des § 93 AktG regelmäßig ausgehebelt würde. Warum aber gerade im Falle einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG eine vorsätzliche Beeinflussung anderer Verwaltungsmitglieder so nahe liegen soll, dass von diesem Grundsatz eine Ausnahme zu machen wäre, ist nicht ersichtlich.

²²¹ *Ekkenga*, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 27 Rn. 44; *Noack*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 27 WpÜG Rn. 34; *Röh*, in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 27 Rn. 92; a.A. *Friedl*, NZG 2004, 448, 450 f.; *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 27 Rn. 146; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 150 f.

²²² Siehe bereits Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 52.

²²³ *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 150.

institutionalisierte Schutz des Publikums wird im Kapitalmarktdeliktsrecht durch die Zuerkennung individueller Schadensersatzansprüche verwirklicht.²²⁴

cc) Fehlerhaftigkeit der Stellungnahme

Hinsichtlich der haftungsbegründenden Tatbestände kann im Wesentlichen auf die Ausführungen zur Haftung für die fehlerhafte Angebotsunterlage verwiesen werden.²²⁵ Auch bei der Stellungnahme nach § 27 WpÜG besteht grundsätzlich ein Vollständigkeitsgebot,²²⁶ das ähnlich wie im Prospekthaftungsrecht darauf gerichtet ist, die Aktionäre der Zielgesellschaft mit den für die Entscheidung wesentlichen Informationen zu versorgen. Auch hier ist aber der gegenüber der allgemeinen Prospekthaftung veränderte Empfängerhorizont aufgrund des Fehlens eines effizienten Preisbildungsmechanismus zu beachten.²²⁷ Wegen der besonderen Wichtigkeit einer ausgewogenen Darstellung von Chancen und Risiken eines Übernahmeangebots, richtet sich die haftungsbewehrte Pflicht des § 27 WpÜG im Grundsatz an jedes Organmitglied persönlich. Dies verdeutlicht die Pflicht des § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 WpÜG, wonach jedes Organmitglied seine Absicht zur Annahme des Angebots auf individueller Grundlage offenlegen muss, ist aber nicht auf diese Regelung beschränkt.²²⁸ Im ersten Schritt bedeutet das, dass sich das einzelne Organmitglied nicht hinter einen Mehrheitsbeschluss zurückziehen kann. Im zweiten Schritt gebietet das kapitalmarktrechtliche Transparenzgebot, diese Meinungsverschiedenheit zu veröffentlichen, also der Stellungnahme abweichende Sondervoten einzelner Verwaltungsmitglieder anzufügen.²²⁹

Soweit § 27 WpÜG auch eine Pflicht zur Stellungnahme zu Angebotsänderungen statuiert, handelt es sich hierbei *nicht* um eine funktionelle Ad-hoc-Publizität. Denn der Publizitätspflicht liegt nicht der Schutz vor Insiderhandel aufgrund kursrelevanter Informationsasymmetrien zugrunde, sondern die Fortsetzung des übernahmerechtlichen Grundsatzes von Rede und Gegenrede.²³⁰

²²⁴ Ausführlich dazu oben S. 177 ff.

²²⁵ Dazu oben S. 272 f.

²²⁶ Zutreffend *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 54.

²²⁷ Dazu oben S. 272.

²²⁸ So bereits *Hopt*, ZGR 2002, 333, 354 f.

²²⁹ Dazu ausführlich *Fleischer/Schmolke*, DB 2007, 95, 98 ff. Zum Problem der Split Boards bereits *Hopt*, ZGR 2002, 333, 354 f.; *ders.*, ZHR 166 (2002), 383, 419. Zu dissenting opinions zwischen Vorstand und Aufsichtsrat *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 27 Rn. 24.

²³⁰ Vgl. bereits oben Fn. 206.

4. Informationspflichten der Organmitglieder

Von besonderem Interesse für die Anleger sind neben der geschäftsbezogenen Berichterstattung der Emittenten vor allem die Informationen über die Gesellschaftsorgane.²³¹ Insoweit lässt sich bereits von einer regelrechten „Organpublizität“ sprechen, die allerdings vorrangig in gesellschafts-, handels- und bilanzrechtlichen sowie in den allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten der Unternehmen ihren Niederschlag gefunden hat.²³² Diese Pflichten rechnen daher nach hiesiger Einteilung zu den Informationspflichten der Emittenten, insbesondere im Rahmen der Regelpublizität.²³³ Darüber hinaus erlegt das Kapitalmarktrecht teilweise den Gesellschaftsorganen direkt bestimmte Publizitätspflichten auf. So sind nach § 161 S. 1 AktG „Vorstand und Aufsichtsrat“ zur Abgabe der Entsprechenserklärung verpflichtet.²³⁴ Dabei handelt es sich allerdings materiell um eine Verpflichtung des Emittenten.²³⁵ Denn es geht nicht um das Verhalten einzelner Organmitglieder, sondern um Information über die durch die Satzung, Geschäftsordnung oder ähnliche Instrumente ausgestaltete Corporate Governance der gesamten Gesellschaft. Nur die (systemwidrige) Verortung im Aktiengesetz²³⁶ erklärt die Zuweisung an die Organe selbst. Neben diesen beim Emittenten angesiedelten Pflichten, über seine Organe zu berichten, existieren aber auch originäre Informationspflichten der Organwalter persönlich. Im Vordergrund steht dabei die Pflicht, gemäß § 15a WpHG Geschäfte in Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden derivativen Finanzinstrumenten dem Emittenten²³⁷ und der BaFin binnen fünf Tagen mitzuteilen (sog. Directors' Dealings). Diese allgemeine Pflicht wird in der Situation der Übernahme durch die Verpflichtung ergänzt, in der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 WpÜG die Annahmeabsicht der einzelnen Organmitglieder, also bereits ein erst beabsichtigtes Geschäft, zu benennen.

²³¹ Praktisch veranschaulicht wird dies durch den enormen Kurssprung der Daimler Chrysler-Aktie nach Bekanntgabe des Ausscheidens des Vorstandsvorsitzenden *Schrempp*.

²³² *Fleischer*, NZG 2006, 561, 562 ff.

²³³ Siehe etwa zur Offenlegung von Vorstandsbezügen oben S. 248 f.

²³⁴ Dazu oben S. 250.

²³⁵ A.A. *Hirte*, Das Transparenz- und Publizitätsgesetz (2003), S. 10.

²³⁶ Diese führt etwa dazu, dass die Entsprechenserklärung nicht Teil des jährlichen Dokuments gemäß § 10 WpPG ist. Hintergrund dürften Kompetenzabgrenzungen zwischen BMJ und BMF sein.

²³⁷ Zur anschließenden Veröffentlichungspflicht des Emittenten siehe oben S. 256.

a) Directors' Dealings

aa) Inhalt und Funktion der Veröffentlichungspflicht

Rechtsvergleichendes Vorbild des § 15a WpHG²³⁸ war die Vorschrift des Sec. 16(a) SEA 1934.²³⁹ Die Regelung wurde erstmal durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz²⁴⁰ eingeführt und in der Folgezeit bereits einer Vielzahl von Änderungen unterzogen.²⁴¹ Funktionell handelt es sich um eine anlassbezogene Veröffentlichungspflicht ähnlich wie die allgemeine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG.

Die Veröffentlichungspflicht verfolgt nach h.M. zwei eng miteinander verwobene Schutzzwecke: die Herstellung von Markttransparenz und die Verhinderung von Insiderhandel.²⁴² Wie die Marktmissbrauchsrichtlinie ausführt, könne die Bekanntgabe einzelner Geschäfte von Führungskräften eine wertvolle Information für Anleger darstellen.²⁴³ Dies verwundert – jedenfalls wenn man als regulatorisches Konzept die Annahme von semi-starker Informationseffizienz zugrunde legt. Denn wenn der Markt gemäß der Zielsetzung des § 15 WpHG alle kursrelevanten Informationen erhält (und kein Fall von Insiderhandel vorliegt), dürfte dem Handelsgebaren einzelner Organwalter keine kursrelevante Information zugrunde liegen und eine Marktreaktion darauf wäre eine irrationale Fehlbewertung. Dennoch lässt sich zeigen, dass Unternehmensinsider bei ihren Geschäften in Wertpapieren des eigenen Unternehmens überdurchschnittlich erfolgreich sind.²⁴⁴ Dies legt nahe, dass es eine Art „weicher“ Insiderinformation gibt,

²³⁸ Vgl. Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 88.

²³⁹ Ausführlich zum US-Recht *Osterloh*, *Directors' Dealings* (2007), S. 78 ff. und passim.

²⁴⁰ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I, S. 2010.

²⁴¹ Eine Neufassung brachte das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630 (dazu *Pluskat*, DB 2005, 1097), weitere Änderungen erfolgten durch Art. 10a des Gesetzes zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vom 22.5.2005, BGBl. I, S. 1373 (dazu *Escher-Weingart/Hannich*, NZG 2005, 922) und durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007, BGBl. I, S. 10 (dazu *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504, 508 f.).

²⁴² *Buchta*, DStR 2003, 740, 741; *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29; *Pluskat*, BKR 2004, 467; *Schneider*, BB 2002, 1817, 1818. *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1218 ff. will sogar vier Schutzfunktionen unterscheiden (Markttransparenz, Informierte Transaktionsentscheidung, Anlegergleichbehandlung und Marktintegrität); dem folgend *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 6 ff.; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 15a WpHG Rn. 5 ff.

²⁴³ Erwägungsgrund 26 zur Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG.

²⁴⁴ Ausführliche Nachweise empirischer Studien bei *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 7.

die nicht von der Veröffentlichungspflicht des § 15 WpHG²⁴⁵ erfasst wird, deren Ausnutzung aber dennoch eine systematische Überrendite ermöglicht.²⁴⁶ Dabei dürfte es sich etwa um Faktoren wie den Glauben des Managements an den eigenen Erfolg handeln. Die Veröffentlichung von Verkauforders im engen zeitlichen Zusammenhang mit strategischen Unternehmensentscheidungen führt zu einer gewissen Seriositätskontrolle. Die Pflicht zur Veröffentlichung solcher Transaktionen ermöglicht dem Markt, diese weichen Informationen einzupreisen.²⁴⁷

Daneben erschwert die Aussicht, Geschäfte nach § 15a Abs. 1 S. 1 WpHG melden zu müssen, die Tätigkeit tatsächlicher Insidergeschäfte unter Verstoß gegen § 14 WpHG. Die Veröffentlichungspflicht bezüglich eigener Wertpapiergeschäfte ist somit in doppelter Weise mit dem Insiderhandelsverbot verzahnt. Dies zeigt sich auch bei der tatbestandmäßigen Ausgestaltung:

Erfasst sind gemäß § 15a Abs. 2 WpHG die Geschäfte solcher Personen, die gemäß der Generalklausel „regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind“, beispielhaft genannt sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten. Darüber hinaus soll § 15a Abs. 1 S. 2, Abs. 3 WpHG Umgehungen verhindern, indem auch natürliche und juristische Personen erfasst werden, die der Führungskraft nahe stehen.²⁴⁸ Begrenzungen bringen die Bagatellgrenze des § 15a Abs. 1 S. 5 WpHG und die Ausnahme hinsichtlich des *Erwerbs* von Aktien aufgrund von Aktienoptionsprogrammen²⁴⁹ (spätere Veräußerungen sind selbstverständlich erfasst).

²⁴⁵ Jedenfalls nicht bei der von der h.M. vorgenommenen Auslegung, die bei zukünftigen Umständen eine Eintrittswahrscheinlichkeit von mehr als 50 % verlangt; siehe dazu oben S. 259 mit Fn. 109.

²⁴⁶ Diesem Konzept folgen spezielle Zertifikate, die jeweils Aktien von Unternehmen abbilden, deren Manager im vergangenen Quartal Anteile des eigenen Unternehmens gekauft haben; siehe etwa das „S-BOX Insider Index-Zertifikat endlos“ der Deutschen Bank (WKN: DB6GWD) und das „Insider Zertifikat endlos“ der Commerzbank (WKN: CK1598), die das Ziel des Free Riding bezüglich von Insiderinformationen bereits im Namen tragen; dazu *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504, 507 mit Fn. 26.

²⁴⁷ Zur Einpreisung von Informationen durch den Handel besser informierter Anleger bereits oben S. 125.

²⁴⁸ Ausführlich *Erkens*, Der Konzern 2005, 29, 33 f.

²⁴⁹ Nr. V.2.2 des Emittentenleitfadens der BAFin (Stand: 15. Juli 2005); zur alten Gesetzeslage, die in § 15a Abs. 1 S. 3 WpHG eine ausdrückliche Ausnahme vorsah, siehe *Merkner*, BKR 2003, 733. Dies ist vor dem Schutzzweck der Insiderhandelsverhinderung nur dann überzeugend, wenn das Optionsprogramm so ausgestaltet ist, dass der Zuteilungszeitpunkt ex ante festgelegt ist und nicht der Diskretion der Verwaltung unterliegt. Nur dann stellt der Erwerb kein „eigenes Geschäft“ dar, vgl. *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 70. Wegen der Signalwirkung für Dritte, die diese zu einem Insiderhandel veranlassen könnte, muss dieselbe Unterscheidung auch bezüg-

bb) Haftungsrechtliche Relevanz

Hinsichtlich der Einstufung von § 15a WpHG als Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB herrscht allgemein Zurückhaltung.²⁵⁰ Bezüglich einer Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG wird festgestellt, dass diese Normen eine Verletzung des § 15 WpHG, nicht aber des § 15a WpHG sanktionierten;²⁵¹ eine Analogie wird soweit ersichtlich dagegen nicht diskutiert. Dagegen entspricht es h.M., dass eine Verletzung eine Haftung nach § 826 BGB begründen kann.²⁵² In den USA können fehlerhafte Meldungen von Directors' Dealings, die zu einer Beeinflussung des Aktienkurses geführt haben, einen Schadensersatzanspruch nach Sec. 18(a) SEA 1934 auslösen.²⁵³

Ginge es bei § 15a WpHG nur um die Verhinderung von Insiderhandel, so könnte eine Haftung auch nur unter den Voraussetzungen angenommen werden, nach denen für Insiderhandel selbst gehaftet wird.²⁵⁴ Da aber nach h.M. die Mitteilung der Geschäfte von Führungskräften durch die nachfolgende Veröffentlichung auch die Marktintegrität schützen soll, indem kursrelevante Informationen an den Markt gegeben werden und daher die Informationsasymmetrien zwischen den Führungskräften und dem Publikum abgebaut wird, besteht im Ausgangspunkt kein qualitativer Unterschied zur allgemeinen Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Es besteht allerdings ein gradueller Unterschied, da der Kurseffekt durch Directors' Dealings Meldungen vor allem dann relevant sein wird, wenn es um die Verarbeitung „weicher“ Informationen geht, die selbst noch keine Ad-hoc-Pflicht des Emittenten auslösen, weil sie die Schwelle der Kursrelevanz im Sinne von § 15 WpHG nicht überschreiten. Wenn aber gerade darin der Regelungszweck der Norm gesehen wird, erscheint es widersinnig, diesen Schutzzweck haftungsrechtlich nicht zu sanktionieren, handelt es sich doch der Sache nach um den gleichen Mechanismus wie bei § 15 WpHG.

lich „virtueller Aktien“ (phantom stocks) und „virtueller Aktienoptionen“ (stock appreciation rights) gelten; a.A. *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504.

²⁵⁰ Dagegen *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche (2008), S. 327 ff.; *Hower-Knobloch*, Directors' Dealings gem. § 15a WpHG (2007), S. 95; *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193, 215; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 114; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 15a WpHG Rn. 47; offen lassend *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2978; *ders.*, ZIP 2002, 1217, 1229; *Veil*, ZGR 2005, 155, 164 (sowohl de lege lata als auch de lege ferenda!).

²⁵¹ *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 116; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 15a WpHG Rn. 47.

²⁵² *Hower-Knobloch*, Directors' Dealings gem. § 15a WpHG (2007), S. 96 ff.; *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193, 215; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 115; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 15a WpHG Rn. 47; anders offenbar *Osterloh*, Directors' Dealings (2007), S. 264.

²⁵³ *Osterloh*, Directors' Dealings (2007), S. 105.

²⁵⁴ Dazu ausführlich unten S. 326 ff.

Soweit die Ablehnung einer Haftung nach § 15a WpHG mit einer Vergleichbarkeit zu den zur Begründung von § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG angeführten Schutzzwecken versucht wird,²⁵⁵ trägt diese Begründung nur soweit wie auch im Rahmen der allgemeinen Ad-hoc-Publizität von einem Ausschluss des Individualschutzes ausgegangen werden kann. Dies ist indes nicht der Fall,²⁵⁶ bei der Regelung des § 15 Abs. 6 WpHG handelt es sich vielmehr um ein Kuriosum, dessen Hauptbedeutung in einer „Nachversicherung“ gegen Staatshaftungsansprüche im Zusammenhang mit einer ursprünglich nicht zureichenden Sanktionierung europarechtlich vorgegebener Publizitätsvorschriften besteht. Die materielle Rechtslage ist spätestens mit den Vorschriften der §§ 15 Abs. 6 S. 1 n.F., 37b, 37c WpHG darüber hinweggegangen.

Zusammenfassend lässt sich daher festhalten, dass auch die Meldevorschriften des § 15a Abs. 1 S. 1 WpHG Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind und ihre Verletzung daher nach § 823 Abs. 2 BGB haftungsbewehrt ist.

cc) Fehlerhaftigkeit der Veröffentlichung

Die Ausgestaltung der Haftung bereitet dabei keine besonderen Schwierigkeiten. In der Regel wird es nur um eine Haftung für unterlassene oder verspätete Meldungen gehen. Nach h.M. bezieht sich die Meldepflicht bereits auf das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft und nicht erst auf das dingliche Verfügungsgeschäft.²⁵⁷ Kein wirkliches Problem der Meldepflicht des § 15a WpHG, sondern eher des Insiderrechts im engeren Sinne,²⁵⁸ ist die Frage, wie angesichts der strengen materiellen Vorgaben Führungskräfte ohne Haftungsgefahr Geschäfte in Finanzinstrumenten des eigenen Unternehmens tätigen können.²⁵⁹

dd) Gewinnabschöpfung?

Daneben wird bei Verletzung von Veröffentlichungspflichten nach § 15a WpHG de lege ferenda die Einführung einer Gewinnabschöpfungsregelung

²⁵⁵ In diesem Sinne etwa *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 114.

²⁵⁶ Dazu oben S. 35 f.

²⁵⁷ *Erkens*, Der Konzern 2005, 29, 35; *Pluskat*, DB 2005, 1097, 1099; *Schneider*, BB 2002, 1817, 1819; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 15a Rn. 58; a.A. *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1226. Kurios Nr. V.2.2 des Emittentenleitfadens der BAFin (Stand: 15. Juli 2005): alle rechtsgeschäftlichen Verfügungen (!), nicht aber die Verpfändung(?). Gemeint sind wohl Verpflichtungsgeschäfte zur Vornahme rechtsgeschäftlicher Verfügungen.

²⁵⁸ Siehe auch unten S. 321 f.

²⁵⁹ Siehe dazu *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504, 505 ff.; allgemein *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193.

diskutiert, nach der die BaFin im Falle unterlassener Meldungen den aus der Transaktion erzielten Gewinn abschöpfen können soll.²⁶⁰ Interessanterweise wird das Bedürfnis für eine solche Sanktion gerade damit begründet, dass eine wirksame Haftung gegenüber den Anlegern nicht bestehe.²⁶¹ Es fragt sich aber, warum gerade bei Directors' Dealings (also bei einer formalen Meldepflicht, die den Preisbildungsprozess schützt) und nicht etwa beim Insiderhandel selbst das bisher nicht praktizierte Instrumentarium einer behördlichen Gewinnabschöpfung eingeführt werden sollte. Jedenfalls solange das Instrument der Gewinnabschöpfung nicht allgemein ins Kapitalmarktrecht integriert wird,²⁶² erscheint es überzeugender, die Rechtsdurchsetzung wie auch sonst im Kapitalmarktrecht denjenigen zu überantworten, die mit ihren Vermögensinteressen betroffen sind, also den geschädigten Anlegern Schadensersatzansprüche zuzuerkennen.

b) Annahmeabsicht im Übernahmerecht

Eine Spezialregelung über Directors' Dealings enthält § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 WpÜG. Danach haben bei Übernahmeangeboten die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft, soweit sie Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, mitzuteilen, ob sie die Absicht haben, das Angebot anzunehmen. Die Besonderheit liegt darin, dass hier bereits im Vorfeld Angaben zu künftigen Transaktionen gemacht werden müssen, weshalb man von „Directors' Intended Dealings“ sprechen könnte. Dadurch wird auch hier eine Seriositätskontrolle bezüglich der sonstigen Angaben in der Stellungnahme ermöglicht. Im Einklang mit den obigen Ausführungen zur Haftungsrelevanz der Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft²⁶³ ist davon auszugehen, dass auch falsche Angaben einzelner Organwalter nach § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 WpÜG haftungsbegründend sind. Dies gilt umso mehr, als die Information gerade zur Kontrolle der Aufrichtigkeit der übrigen Aussagen dienen soll.

5. Informationspflichten der Anleger

Hauptbezugspunkt des Kapitalmarktdeliktsrechts sind die Emittenten, ihre Organe sowie die durch sie eingeschalteten Marktintermediäre. Denn diesen gegenüber besteht die typische Schutzlücke, die Grundlage des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist, das Auseinanderfallen von wirtschaftlicher und rechtlicher Nähebeziehung.²⁶⁴ Daneben sind aber

²⁶⁰ *Veil*, ZGR 2005, 155, 190 ff.

²⁶¹ *Veil*, ZGR 2005, 155, 191.

²⁶² Ansätze bei *Hopt*, ZGR 2004, 1, 48 f.; siehe auch *Rusch*, Gewinnhaftung bei Verletzung von Treuepflichten (2003), S. 186 ff. und passim.

²⁶³ Vorstehend S. 285 f.

²⁶⁴ Dazu oben S. 228 f.

eine Reihe von Situationen denkbar, in denen andere Anleger einen tatsächlichen oder rechtlichen Einfluss auf den Emittenten erreichen, der in seinen Auswirkungen der Steuerung durch die Organe gleichkommt. Der wichtigste Fall ist das Übernahmeangebot.²⁶⁵ Kehrseite der Bedeutung aktiver Aktionäre für die Corporate Governance des Emittenten ist eine gesteigerte Inpflichtnahme solcher Aktionäre, insofern sie selbst Teil der materiellen Unternehmensleitung werden.²⁶⁶ Dieser Grundsatz rechtfertigt es, das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis auch auf das Verhältnis der Anleger untereinander zu erstrecken.

a) Ausgestaltung der Meldepflichten der Anleger

Ihren konkreten Niederschlag findet die Erstreckung des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis auf die Anleger zueinander in den Stimmrechtsmitteilungspflichten der §§ 21 ff. WpHG. Danach sind das Über- und Unterschreiten bestimmter Prozentsätze (seit dem TUG: 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 Prozent) der Stimmrechte an Emittenten, deren Herkunftsstaat die Bundesrepublik Deutschland ist,²⁶⁷ durch den betreffenden Anleger dem Emittenten zu melden.²⁶⁸

Durch das Risikobegrenzungsgesetz²⁶⁹ wurden besondere Meldepflichten ab Überschreitung der Schwelle von 10 Prozent eingeführt. Gemäß § 27a Abs. 1 S. 1 WpHG müssen dem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat ist, die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel innerhalb von 20 Handelstagen nach Erreichen oder Überschreiten der Prozentschwellen von 10 Prozent oder mehr mitgeteilt werden. Eine Ausnahme gilt gemäß § 27a Abs. 1 S. 5 WpHG, wenn die Schwelle aufgrund eines öffentlichen Angebots nach dem WpÜG erreicht oder überschritten wird, da dann ohnehin eine Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG zu veröffentlichen ist. Bei Erreichen der 30 Prozent-Schwelle wird wiederum das Pflichtangebot ausgelöst, so dass sich die praktische Relevanz des § 27a WpHG auf die Überschreitung der Schwellen von 10, 15, 20 und 25 Pro-

²⁶⁵ Zu den übernahmerechtlichen Publizitätspflichten des Bieters ausführlich vorstehend S. 269 ff.

²⁶⁶ Diesen Gedanken kennt das deutsche Aktienrecht schon lange, er liegt Vorschriften wie § 117 AktG zugrunde; dazu ausführlich *Voigt*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (2004), S. 207 ff.

²⁶⁷ Hinsichtlich der meldepflichtigen Anleger bestehen keine Einschränkungen, siehe *Ringe*, AG 2007, 809, 813 ff.

²⁶⁸ Zur nachfolgenden Veröffentlichungspflicht des Emittenten siehe oben S. 266.

²⁶⁹ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz), siehe Beschlussempfehlung BT-Drucks. 16/9778.

zent reduziert.²⁷⁰ Rechtsvergleichende Vorbilder sind die US-amerikanische Sec. 13(d) SEA 1934 und der französische Art. L233-7 (VII) CC.²⁷¹ Eine erste Besonderheit gegenüber den allgemeinen Meldepflichten nach §§ 21, 25 WpHG, die auch nicht durch die ausländischen Vorbilder inspiriert ist, liegt darin, dass die Offenlegungspflicht gemäß § 27a Abs. 3 WpHG durch Satzungsregelung ausgeschlossen werden kann. Darüber hinaus besteht die Auskunftspflicht nur gegenüber dem Emittenten, nicht zugleich auch gegenüber der BaFin. Sanktioniert wird sie nicht als Ordnungswidrigkeit oder durch Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG,²⁷² sondern gemäß § 27a Abs. 2 WpHG durch eine anprangernde Veröffentlichung des Emittenten, dass die Auskunftspflicht nicht erfüllt wurde.²⁷³ Diese Regelungen, denen das Bestreben nach Entbürokratisierung zugrunde liegt, stellen Fremdkörper im System der Beteiligungspublizität dar, denn damit steht die Information zur Disposition der satzungsändernden Hauptversammlungsmehrheit und der Schutz rein kapitalmäßig interessierter Kleinaktionäre droht leerzulaufen. Eine weitere Besonderheit, die ebenfalls ohne Vorbild im nationalen Recht ist,²⁷⁴ liegt in der Regelung des § 27a Abs. 1 S. 2 WpHG, der eine Aktualisierungspflicht bei Änderung der Absichten statuiert.

Gemeinsam ist allen Meldepflichten, dass dem meldepflichtigen Anleger bestimmte Stimmrechte zugerechnet (§ 22 WpHG) bzw. nicht berücksichtigt (§ 23 WpHG) werden und auch die Inhaber von Finanzinstrumenten, die das Recht zum Erwerb der stimmrechtstragenden Finanzinstrumente verbürgen, einer Meldepflicht (§ 25 WpHG) unterliegen. Die Meldepflichten der §§ 21 ff. WpHG stellen eine unselbständige Durchgangsstufe auf dem Weg zur Herstellung der Beteiligungstransparenz nach § 26 Abs. 1 WpHG dar. Solange es um die bloße Transparenz der Beteiligung geht, wirkt der Emittent als Informationsintermediär in eigener Sache. Dies ändert sich im Zeitpunkt der Entscheidung zur Abgabe eines Erwerbs- oder

²⁷⁰ Die Dopplung der Pflichten (§ 27a WpHG und § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG) ist misslich und hätte ohne weiteres durch einen Zusatz im Gesetzestext vermieden werden können. § 27a Abs. 1 S. 5 WpHG hilft beim Pflichtangebot nicht weiter, da die Schwelle nicht „auf Grund“ eines Angebots im Sinne von § 2 Abs. 1 WpÜG überschritten wird; vielmehr ist die Angebotspflicht die Rechtsfolge des Überschreitens der Kontrollschwelle.

²⁷¹ Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 13. Krit. im Hinblick auf die fehlende Übernahme der Ausnahmeregelungen des US-Rechts *Möllers/Holzner*, NZG 2008, 166, 168 f.

²⁷² Der Bundesrat hatte eine Erstreckung des Rechtsverlust nach § 28 WpHG auch auf diese Fälle gefordert, siehe Nr. 6 der Stellungnahme des Bundesrates, BR-Drucks. 763/07 (Beschluss), S. 5.

²⁷³ Krit. dazu *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 210 („Symbolgesetzgebung“).

²⁷⁴ Siehe aber Sec. 13(d)(2) SEA 1934 sowie Art. L233-7 (VII) 5 CC, die ähnliche Regelungen enthalten.

Übernahmeangebots, zu dem gemäß § 10 WpÜG die Informationsverantwortung auf den Bieter übergeht.²⁷⁵ Hier zeigt sich die Verzahnung von Beteiligungs- und Übernahmepublizität.

b) Haftungsrechtliche Relevanz

Das Verhältnis der Mitteilungspflichten der Anleger nach §§ 21, 25, 27a WpHG zur Veröffentlichungspflicht des Emittenten gleicht dem Verhältnis der Mitteilungspflicht der Führungskräfte nach § 15a Abs. 1 WpHG zur Veröffentlichungspflicht nach § 15a Abs. 4 WpHG. Die Durchsetzung der Beteiligungspublizität kann nur dann wirksam gewährleistet werden, wenn auch die vorgehende Pflicht zur Mitteilung des Beteiligungserwerbs haftungsrechtlich sanktioniert ist. Dies ist auch nicht unbillig; wenn man bereits eine haftungsrechtliche Verantwortlichkeit des Emittenten anerkennt,²⁷⁶ der im Rahmen der Beteiligungspublizität nur als Informationsintermediär in eigener Sache tätig wird, so ist erst recht eine Verantwortlichkeit des primär Meldepflichtigen anzunehmen. Der Erwerb von größeren Beteiligungen an öffentlich gehandelten Unternehmen hat Bedeutung für die externe Corporate Governance des Emittenten, sofern damit auch unternehmerische Ziele verfolgt werden. Der Schutzzweck der Beteiligungspublizität besteht gerade darin, dass sich das Publikum auf diese potentielle Veränderung der Corporate Governance einstellen kann, was seinerseits eine disziplinierende Wirkung (für das Management oder den neuen Großaktionär) haben kann. Vor diesem Hintergrund ist es Aufgabe des Kapitalmarktdeliktsrechts, zu verhindern, dass der Meldepflichtige durch das pflichtwidrige Unterlassen einer Meldung oder eine Falschmeldung in den Ablauf dieses marktbasierten Corporate Governance-Mechanismus eingreift.²⁷⁷

6. Informationspflichten der Marktintermediäre

a) Einbeziehung von Intermediären in die Kapitalmarkthaftung

aa) Differenzierung zwischen Markt- und Anlegerintermediären

Bezüglich der Finanzmarktintermediäre kann eine grundsätzliche Zweiteilung vorgenommen werden: Auf der einen Seite stehen die durch den Anleger beauftragten „Anlegerintermediäre“, also insbesondere Anlagevermittler, Anlageberater, Vermögensverwalter und Broker und Banken, die

²⁷⁵ Dazu oben S. 273 ff.

²⁷⁶ Dazu oben S. 267 f.

²⁷⁷ Für einen individualschützenden Charakter, der Schadensersatzansprüche begründen kann auch *Hirte*, in: KK-WpHG (2007), § 21 Rn. 4, 197. Im Hinblick auf § 27a WpHG (= § 27 Abs. 2 WpHG-E) offen *Möllers/Holzner*, NZG 2008, 166, 170.

diese Funktionen wahrnehmen. Kennzeichnend für diese Art der Finanzintermediation ist ein (Vertrags-)Verhältnis zum Anleger, das Raum für einen individuellen Schutz seiner Interessen bietet. Daher rücken dabei die individuellen Informations- und Beratungspflichten in den Vordergrund.²⁷⁸ Auf der anderen Seite stehen die durch die Emittenten beauftragten oder aus eigenem Antrieb tätigen „Marktintermediäre“, wie Abschlussprüfer, Emissionsbegleiter, die bestätigende Bank im Übernahmerecht, Analysten und Ratingagenturen. Die Tätigkeit dieser Intermediäre ist dadurch gekennzeichnet, dass sie standardisierte Informationen verbreiten, die sich an eine Vielzahl von Anlegern richtet. Die Pflichtenstellung der Marktintermediäre soll in diesem Unterabschnitt näher untersucht werden.

bb) Marktintermediäre als Gatekeepers

Der Einbeziehung von Marktintermediären in das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis liegt ein einheitlicher Gedanke zugrunde, der vor die Darstellung der einzelnen Intermediärsarten gezogen werden soll. Das Kapitalmarktrecht verlangt an vielen Stellen zwingend die Einschaltung von Intermediären. So kann etwa der Antrag auf Zulassung von Wertpapierpapieren zum regulierten Markt nur unter Mitwirkung einer Emissionsbank gestellt werden, der Jahresabschluss bedarf zwingend eines Bestätigungsvermerks des Abschlussprüfers und übernahmerechtliche Barangebote bedürfen zwingend einer Bankbestätigung, dass die erforderlichen Mittel zur Verfügung stehen. Darüber hinaus ermöglichen gesetzliche Regeln den standardisierten Einsatz von Marktintermediären, etwa bei der fakultativen prüferischen Durchsicht des verkürzten Abschlusses von Halbjahresfinanzbericht und Quartalsfinanzbericht. Schließlich gibt es eine Reihe unabhängiger (oder scheinbar unabhängiger) Intermediäre, die wichtige finanzmarktfördernde Tätigkeiten im Bereich der Informationsgewinnung und -verarbeitung übernehmen wie Finanzanalysten und Ratingagenturen. Funktional sind derartige Intermediäre als „Gatekeepers“ bezeichnet worden.²⁷⁹ Den Gatekeeper im Finanzmarktrecht zeichnet eine doppelte Funktion aus: Er sitzt – aufgrund gesetzlicher Stellung oder tatsächlicher Marktpraxis – an einer notwendigen Mittlerstelle zwischen Anlegern und Emittenten, die ohne seine Mitwirkung nicht zusammenkommen. Durch diese Möglichkeit, „die Tür zu schließen“ kommt dem Gatekeeper eine hohe Bedeutung bei der Prävention von Kapitalmarktdelikten zu.²⁸⁰ Darüber hinaus handelt es sich bei Gatekeepers um Reputationsinter-

²⁷⁸ Dazu unten S. 316 f.

²⁷⁹ Grundlegend *Coffee*, Gatekeepers (2006), p. 2 et seq.; *Kraakman*, 93 Yale L. J. 857, 888 et seq. (1984).

²⁸⁰ *Kraakman*, in: Ferrarini et al., Reforming Company and Takeover Law in Europe (2004), p. 95, 108.

mediäre, die den Anlegern durch ihre Mitwirkung bei einer Emission, ihre Einschätzung eines Emittenten oder ihr Testat signalisieren, dass sie mit ihrem auf dauerhafter, verlässlichen Marktteilnahme gründenden Ruf für die Qualität des Investments einzustehen bereit sind. Ökonomisch gesehen handelt es sich um einen Fall von Signaling zur Überwindung informationsbedingten Marktversagens:²⁸¹ Indem der Marktintermediär durch seine Mitwirkung oder Bewertung die Qualität des Angebots verbürgt, ist es auch Anbietern mit schwer einzuschätzenden tatsächlichen Renditechancen möglich, zu einem fairen Zinsfuß Kapital aufzunehmen. Marktintermediäre dienen also nicht nur der Vereinfachung von Abläufen auf den Märkten, sie sind vielmehr auch ökonomisch für das Funktionieren des Kapitalmarkts konstitutiv. Ein Versagen der Intermediäre wirkt sich daher sowohl volkswirtschaftlich als auch auf das Anlegervermögen negativ aus. Zudem eröffnet es den Emittenten Tor und Tür, marktbasierende Corporate Governance-Mechanismen zu umgehen.²⁸² Zugleich erfüllen Marktintermediäre die Charakteristika des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, indem ihre Tätigkeiten so ausgerichtet sind, dass eine Vielzahl von Anlegern einheitlich mit Informationen über die Seriosität eines Angebots bzw. bestimmter Aspekte davon beliefert werden, die es ihnen ermöglichen, auf die Beauftragung je eines eigenen Gutachters zu verzichten. Somit besteht auch im Verhältnis der Marktintermediäre zu den Anlegern die für das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis typische Diskrepanz zwischen wirtschaftlichem und rechtlichem Näheverhältnis. Empirische Studien belegen zudem, dass unregulierte Marktintermediäre erhebliche volkswirtschaftliche Schäden anrichten können, die sich in systematischen Handelsverlusten der Anleger niederschlagen.²⁸³ Daher ist es geboten, auch die Marktintermediäre in das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis einzubeziehen und im Falle von Pflichtverletzungen einer abschreckenden Haftung zu unterwerfen.

Die Behandlung der einzelnen Marktintermediäre orientiert sich an der Darstellung der Emittentenpflichten in den Unterabschnitten 1. bis 3. dieses Abschnitts, beginnt also mit den Emissionsbegleitern, dann folgen der Abschlussprüfer, die Analysten und Ratingagenturen, ehe die Rolle der finanzierenden Bank im Übernahmerecht betrachtet wird.

²⁸¹ Grundlegend *Akerlof*, 84 Q. J. Econ. 488 (1970).

²⁸² Dazu insbesondere *Coffee*, 57 Bus. Law. 1403 (2002).

²⁸³ Vgl. die Studie von *Khwaja/Mian*, 78 J. Fin. Econ. 203 (2005), die nachweisen konnten, dass Broker auf dem unregulierten pakistanischen Aktienmarkt beim Eigenhandel 50-90 Prozentpunkte höhere Renditen verdienten als sonstige Anleger, was die Autoren auf systematische Marktmanipulation durch die Broker zurückführen.

b) Emissionsbegleiter

aa) Prospekthaftung der Emissionsbank

An jeder Primärmarkttransaktion ist neben dem Emittenten auch eine Reihe von Emissionsbegleitern beteiligt. Dies folgt bereits aus den gesetzlichen Vorgaben, denn nach § 32 Abs. 2 BörsG muss der Zulassungsantrag zusammen mit einem Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder einem nach § 53 Abs. 1 S. 1 oder § 53b Abs. 1 S. 1 KWG tätigen Unternehmen gestellt werden. Die Emissionsbank muss gemäß § 5 Abs. 4 S. 2 WpPG zwingend die Verantwortung für den Prospekt übernehmen, so dass sie nach § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG im Falle fehlerhafter Angaben eine Prospekthaftung trifft.²⁸⁴ Historisch war die Prospekthaftung sogar primär als eine Haftung der Emissionsbank ausgestaltet, während die Verantwortlichkeit des Emittenten selbst noch lange Zeit streitig war.²⁸⁵ In der Praxis wird zumeist ein Emissionskonsortium gebildet.

Der wesentliche Gedanke hinter der Prospekthaftung der Emissionsbank liegt in ihrer Gatekeeper-Funktion. Indem das Gesetz eine Prospektveröffentlichung nur gestattet, wenn die Emissionsbank für den Prospekt die Verantwortung übernimmt, versetzt es diese in eine Veto-Position, durch die sie letzten Endes die gesamte Primärmarkttransaktion verhindern kann. Aus dieser Position heraus stellt sich für die Emissionsbank die Aufgabe, auf die Veröffentlichung eines zutreffenden Prospekts hinzuwirken. Ist der Prospekt dennoch hinsichtlich wesentlicher Angaben unrichtig oder unvollständig, richtet sich die Prospekthaftung der Emissionsbank grundsätzlich nach den allgemeinen Regeln der §§ 44 ff. BörsG.²⁸⁶ Aus der besonderen Zertifizierungsfunktion der Emissionsbank folgen aber nach allgemeiner Ansicht im Einzelnen andere Sorgfaltspflichten.²⁸⁷

bb) Erstellung von Comfort Letters durch Wirtschaftsprüfer

Neben der gesetzlich institutionalisierten Aufgabe der Emissionsbank nehmen Marktintermediäre bei Primärmarkttransaktionen weitere Aufgaben wahr.²⁸⁸ Besonders wichtig ist die Erstellung sog. Comfort Letter.²⁸⁹

²⁸⁴ Vertragliche Sonderbeziehungen bestehen zwischen den Konsortialbanken und den Anlegern grundsätzlich nicht, vgl. *Grundmann*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 112 Rn. 122 ff.

²⁸⁵ Dazu unten S. 423.

²⁸⁶ *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 123 ff. Zur allgemeinen Prospekthaftung vorstehend S. 245 f.

²⁸⁷ Dazu ausführlich unten S. 486 ff.

²⁸⁸ Umfassend zur Haftung der Emissionsbank für unregelmäßige Informationsdienstleistungen im Zusammenhang mit dem Börsengang *Liappis*, Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse (2003), S. 154 ff.

Diese dienen gerade der haftungsrechtlichen Entlastung der Emissionsbank, die von dem Emittenten verlangt, eine schriftliche Bestätigung eines Wirtschaftsprüfers über die Richtigkeit und Vollständigkeit der Finanzdaten und rechnungslegungsbezogenen Informationen im Prospekt beizubringen.²⁹⁰ Üblicherweise sind diese Comfort Letters lediglich für den internen Gebrauch bestimmt und enthalten den Hinweis, dass im Prospekt weder auf die Existenz des Comfort Letters noch seinen Inhalt (auch nicht auszugsweise) Bezug genommen werden darf.²⁹¹ Eine Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber den Anlegern aufgrund eines fehlerhaft erstellten Comfort Letter scheidet damit regelmäßig aus.²⁹² Die Bedeutung der Comfort Letters liegt vielmehr in der Reduzierung der Verantwortlichkeit der Emissionsbank. Ob sich die Emissionsbank gegenüber den Anlegern allerdings darauf berufen kann, sie sei selbst durch einen fehlerhaften Comfort Letter getäuscht worden, erscheint äußerst fraglich.²⁹³ Dies gilt jedenfalls solange, wie der Wirtschaftsprüfer nicht selbst haftungsrechtlich in Erscheinung tritt.²⁹⁴ Denn es gilt der allgemeine Grundsatz, dass eine befreiende Pflichtendelegation allenfalls dann möglich ist, wenn dem übernehmenden Dritten eine vollwertige Verantwortlichkeit im Außenverhältnis zuwächst.²⁹⁵ Zudem bedarf es auch aus Gründen des Reputationsmechanismus' für einen Verantwortungsübergang der Offenlegung der tatsächlichen Verantwortlichkeit. Die Hauptfunktion des Comfort Letters besteht daher darin, der Emissionsbank im Innenverhältnis eine Regressmöglichkeit zu eröffnen, wenn sie für die mangelhafte Due Diligence des Wirtschaftsprüfers durch die Anleger im Wege einer Prospekthaftungsklage haftbar gemacht wird.²⁹⁶

²⁸⁹ Vgl. IDW PS 910 Grundsätze für die Erteilung eines Comfort Letter, WPg 2004, 342.

²⁹⁰ *Bosch*, ZHR 163 (1999), 274, 278; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 72 f.; *Kunold*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung² (2008), § 28 Rn. 2 ff. Zu Parallelproblemen bei Abgabe von Legal Opinions durch Rechtsanwälte siehe *H. Schneider*, ZHR 163 (1999), 246, 247 ff.

²⁹¹ *Ebke/Siegel*, WM Sonderbeil. 2/2001, S. 3, 6.

²⁹² Umfassend *Landmann*, Die Haftung für Comfort Letters bei der Neuemission von Aktien (2007), S. 233 ff.; *Langendorf*, Haftungsfragen bei Anleiheemissionen (2004), S. 207 ff.; siehe auch *Ebke/Siegel*, WM Sonderbeil. 2/2001, S. 3, 18 ff.

²⁹³ In diesem Sinne aber wohl *Langendorf*, Haftungsfragen bei Anleiheemissionen (2004), S. 158.

²⁹⁴ Vgl. *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 199 f., der für die haftungsentlastende Funktion verlangt, dass im Prospekt offengelegt werden muss, welche Angaben und Nachprüfungen von einem sachkundigen Dritten herrühren und dass sie mit seiner Zustimmung in den Prospekt aufgenommen wurden.

²⁹⁵ Allgemein zur Pflichtendelegation im Deliktsrecht *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 292 ff.

²⁹⁶ Für eine ökonomische Analyse der bei dieser Haftungsausgestaltung bestehenden Anreizstruktur siehe *Köhler*, DBW 63 (2001), 77, 83 ff.

c) Abschlussprüfer

aa) Kapitalmarktrechtliche Funktion des Bestätigungsvermerks

Eine weitere wichtige Funktion sowohl am Primärmarkt als auch am Sekundärmarkt nimmt der Anschlussprüfer wahr. Kernstück seiner Gatekeeper-Funktion²⁹⁷ ist der Bestätigungsvermerk nach § 322 HGB. Gemäß Anhang I Punkt 20.1 der Prospektverordnung (EG) 809/2004 sind in den Prospekt die historischen Finanzinformationen für die letzten drei Geschäftsjahre sowie der Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfer für jedes Geschäftsjahr aufzunehmen. Bei Inlandsemittenten ist der geprüfte Jahresabschluss gemäß § 37v Abs. 2 Nr. 1 WpHG notwendiger Bestandteil des Jahresfinanzberichts. Die Tätigkeit des Abschlussprüfers stellt damit eine wichtige Ergänzung sowohl der Primärmarktpublizität als auch der Regelpublizität am Sekundärmarkt dar. Sie erfüllt im Wesentlichen drei Funktionen: die Kontrolle der Einhaltung der Rechnungslegungsstandards, die Information der mit der Aufstellung des Abschlusses nicht betrauten Gesellschafter bzw. Überwachungsorgane und die Steigerung des Informationswertes für Dritte durch die Beglaubigungsfunktion des Bestätigungsvermerks.²⁹⁸ Gerade die zuletzt genannte Beglaubigungsfunktion macht die besondere Bedeutung der Abschlussprüferleistung im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses aus, ermöglicht sie doch einer Vielzahl von Anlegern, den Aussagen der Rechnungslegung des Emittenten zu vertrauen, ohne selbst kostspieligen Verifizierungsaufwand betreiben zu müssen. Die grundsätzliche haftungsrechtliche Relevanz falscher Bestätigungsvermerke steht daher außer Frage.

bb) Prospekthaftung des Abschlussprüfers

Bezüglich einer Haftung für fehlerhafte Bestätigungsvermerke, die in einen Wertpapierprospekt aufgenommen wurden, entspricht es der ganz h.M., dass die Voraussetzungen des § 44 BörsG bei der bloßen Aufnahme geprüfter Jahresabschlüsse in den Prospekt nicht erfüllt seien. Dem liegt die Auffassung zugrunde, Prospektverantwortlicher im Sinne von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG könne nur sein, wer für den *gesamten* Prospekt die Verantwortung übernehme.²⁹⁹ Daneben wird teilweise aber eine Haftung nach

²⁹⁷ Dazu *Kremer*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers (2007), S. 124 ff.

²⁹⁸ *Walter Doralt*, Haftung der Abschlussprüfer (2005), S. 15 ff. Zum praktischen Ablauf einer Abschlussprüfung siehe *Bertl/Fröhlich*, in: Koziol/Walter Doralt, Abschlussprüfer (2004), S. 1 ff. Eine detaillierte Darstellung der prüferischen Pflichten findet sich bei *Heukamp*, Abschlußprüfer und Haftung (2000), S. 149 ff.

²⁹⁹ *Assmann*, AG 2004, 435, 436; *ders.*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 225; *Baums/Fischer*, in: FS Drukarczyk (2003), S. 37, 41; *Ellenberger*, Prospekthaftung (2001), S. 28; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002),

den Grundsätzen der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung für möglich gehalten.³⁰⁰ Nach h.M. soll die Haftungsregelung des § 323 Abs. 1 S. 3 HGB, wonach der Prüfer der Kapitalgesellschaft und ggf. verbundenen Unternehmen zum Schadensersatz verpflichtet ist, eine Sperrwirkung für die Dritthaftung entfalten.³⁰¹ Völlig unbestritten und seit langem in der Rechtsprechung etabliert ist jedoch die Haftung des Abschlussprüfers bei Anlagen des grauen Kapitalmarkts nach der früheren, auf culpa in contrahendo gegründeten bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung.³⁰² Eine Kodifizierung der prospektrechtlichen Expertenhaftung im Wege einer Sondervorschrift (§ 44a BörsG-E) durch das KapInHaG ist vorläufig gescheitert.³⁰³

Die Auffassung der h.M. zur börsengesetzlichen Prospekthaftung ist weder hinsichtlich der auf den Wortlaut des § 44 Abs. 1 BörsG abzielenden Begründung, noch bezüglich der zugrunde liegenden Ratio überzeugend. Das Wortlautargument ist bereits deshalb anzweifelbar, weil inzwischen die Prospektverordnung (EG) 809/2004 den Begriff „verantwortliche Person“ in den Anhängen jeweils Punkt 1.1 legal definiert als „Alle Personen, die für die im Registrierungsformular gemachten Angaben bzw. für bestimmte Abschnitte des Registrierungsformulars verantwortlich sind.“ Dies macht deutlich, dass das Konzept der Gesamtverantwortung europarechtlich überholt ist.³⁰⁴ Für den Bereich der Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG ermöglicht § 3 VermVerkProspV ebenfalls, dass eine Person für „bestimmte Angaben“ die Verantwortung übernimmt, so dass

F 67; Gerber, Prospekthaftung (2001), S. 127 f.; ähnlich Schwark, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 12; a.A. Groß, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 36; Ochs, Die einheitliche kapitalmarktrechtliche Prospekthaftungstheorie (2005), S. 179 ff.

³⁰⁰ Ellenberger, Prospekthaftung (2001), S. 29 f.; Sittmann, NZG 1998, 490, 493.

³⁰¹ Siehe nur Ebke, Wirtschaftsprüfer und Dritthaftung (1983), S. 58 ff.; ders., in: MüKo-HGB² (2008), § 323 Rn. 135 ff. In Österreich hat sich bei gleicher Gesetzesfassung diese Sichtweise allerdings nicht durchsetzen können, vgl. Walter Doralt, Haftung der Abschlussprüfer (2005), S. 149 ff.

³⁰² BGHZ 77, 172, 177; 145, 187, 197 f.; Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 155; Ellenberger, Prospekthaftung (2001), S. 97; Förster, Prospekthaftung (2002), S. 66. Unklar sind die Folgen der Kodifizierung in §§ 8f, 13 VerkProspG. Für einen Ausschluss der Expertenhaftung nunmehr Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds⁴ (2007), S. 130 f.; Kind, in: Arndt/Voß, VerkProspG (2008), § 13 Rn. 33.

³⁰³ Dazu Heukamp, ZHR 169 (2005), 471, 478 f.; Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 79; Zimmer/Binder, WM 2005, 577; zuvor bereits Assmann, AG 2004, 435, 445 ff.; Baetge/Lutter, Abschlussprüfung und Corporate Governance (2003), S. 24 f. sowie insbesondere Baums/Fischer, in: FS Drukarczyk (2003), S. 37, 43 ff.

³⁰⁴ Vgl. Groß, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 36; Wiegel, Prospekttrichtlinie und Prospektverordnung (2008), S. 217; a.A. Mirtschink, Die Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Dritten (2006), S. 83.

auch hier nicht von einer zwingenden Gesamtverantwortung ausgegangen werden kann.³⁰⁵ Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die Formulierung in § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG lautet „für den Prospekt die Verantwortung übernommen“ und der Zusatz, dass dies den „gesamten“ Prospekt betreffen müsse, allein durch Interpretation hinzugefügt wurde. Sofern dagegen vorgebracht wird, auch bei Anerkennung einer Teilverantwortlichkeit scheide die Haftung aus, da die Wirtschaftsprüfer nicht die Intention hätten, die (Teil-)Verantwortung zu übernehmen und auch nicht als eigentliche Urheber des Prospekts bezeichnet werden könnten,³⁰⁶ ist dies wenig überzeugend. Denn die Verantwortlichkeit des Abschlussprüfers folgt aus dem Gesetz, weil es sich bei seinen Testaten um einen Teil des Prospekts handelt. Dass er Urheber des Prospekts sein müsse, kann bei einer Aufgabe des Erfordernisses der Gesamtverantwortung nicht mehr verlangt werden, es genügt vielmehr, dass er Urheber des Bestätigungsvermerks als Teil des Prospekts ist.

Ist somit nach dem Wortlaut der Norm auch *de lege lata* ohne weiteres eine Teilverantwortung für den Prospekt möglich, kommt es entscheidend darauf an, ob eine solche Haftung der Ratio des Gesetzes entspricht. Vom Schutzzweck her besteht jedoch kein Anlass, den Abschlussprüfer, dessen Testate in einen Prospekt aufgenommen werden, von einer Haftung auszuschließen. Es mag zwar sein, dass der Börsengang und damit die potentielle Haftungsgefahr drei Jahre vor der Emission noch nicht absehbar sind und der Abschlussprüfer sich daher nachträglich einer Vielzahl möglicher Anspruchsteller gegenüber sieht. Da aber eine reale Haftungsgefahr nur dann besteht, wenn die neueren Abschlüsse ebenfalls einen Fehler aufweisen – andernfalls wird es sich kaum um einen bei der Emission bewertungsrelevanten Umstand handeln –, ist dies eher ein theoretischer Einwand. Für eine Haftung des Abschlussprüfers spricht aber, dass der Bestätigungsvermerk im Prospekt gerade das Musterbeispiel einer Zertifizierung durch Reputationsintermediäre darstellt und somit prototypisch für die Haftung von Marktintermediären im Kapitalmarktdeliktsrecht steht. International gesehen bewegt sich die Diskussion um die Abschlussprüferhaftung am Kapitalmarkt denn auch eher bei der Frage, wie exzessive Haftungsrisiken eingedämmt werden können.³⁰⁷

³⁰⁵ *Binder*, Funktion und Haftung von Wirtschaftsprüfern bei der Erstellung von Kapitalanlageprospekten, Diss. (2007), S. 97; a.A. *Korth*, Die Prospekthaftung am Grauen Kapitalmarkt (2008), S. 74 f.

³⁰⁶ *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 12.

³⁰⁷ Vgl. *Doralt/Hellgardt/Hopt/Leyens/Roth/Zimmermann*, 67 C.L.J. 62 (2008).

cc) Sekundärmarkthaftung des Abschlussprüfers

Auch die Haftung des Abschlussprüfers am Sekundärmarkt ist umstritten,³⁰⁸ jedoch aus anderen Gründen. Hier wird zunächst wiederum die angebliche Sperrwirkung des § 323 HGB diskutiert, vor dem Hintergrund der Sorge vor ausufernder Haftung.³⁰⁹ Als Anspruchsgrundlagen für eine Dritthaftung des Abschlussprüfers gegenüber Anlegern am Sekundärmarkt werden zunächst vertragsrechtliche oder vertragsähnliche Konstruktionen diskutiert wie der Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter³¹⁰ und die Dritthaftung aus culpa in contrahendo nach § 311 Abs. 3 BGB³¹¹. Daneben finden sich aber auch eine Reihe deliktsrechtlicher Ansätze. Zwar entspricht es aufgrund der Formulierung des § 323 Abs. 1 S. 3 HGB, wonach der Prüfer gegenüber der geprüften Gesellschaft und ggf. gegenüber verbundenen Unternehmen haftet, der ganz h.M., dass § 323 HGB selbst kein Schutzgesetz zugunsten Dritter darstellt.³¹² Dagegen ist aber die Strafvorschrift des § 332 HGB nach ganz überwiegender Ansicht ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB.³¹³ Aus ökonomischer Sicht wird die Haftung des Abschlussprüfers am Sekundärmarkt grundsätzlich begrüßt, jedoch zur Vermeidung einer Übermaßhaftung die Begrenzung der Haftung durch das Erfordernis der groben Fahrlässigkeit verlangt.³¹⁴ Dass eine Haf-

³⁰⁸ Rechtsvergleichende Überblicke bei *Ebke*, ZVglRWiss 100 (2001), 62; *Heppe*, WM 2003, 714, 721 ff., 753 ff.; *Koziol*, in: *Koziol/Walter Doralt*, Abschlussprüfer (2004), S. 141, 143 ff. Konziser Überblick zu möglichen Anspruchsgrundlagen nach deutschem Recht bei *Magnus*, ebd., S. 30.

³⁰⁹ Umfassend gegen eine Sperrwirkung jetzt *Mirtschink*, Die Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Dritten (2006), S. 55-80. Gegen eine Sperrwirkung explizit auch BGHZ 138, 257, 261.

³¹⁰ *Barta*, NZG 2006, 855; *Westrick*, Abschlußprüfung und Abschlußprüfer nach geltendem und zukünftigem Aktienrecht (1963), S. 93 ff.; ähnlich *Büttner*, Umfang und Grenzen der Dritthaftung von Experten (2006), S. 200 ff. (Vertragsleistung mit Schutzzweck für Dritte).

³¹¹ *Canaris*, ZHR 163 (1999), 206, 229 ff.; *Kersting*, Die Dritthaftung für Informationen im Bürgerlichen Recht (2007), S. 545 ff. (im Ergebnis verneinend, da kein Vertrauensinanspruchnahmewille); *Richter*, Die Dritthaftung der Abschlussprüfer (2007), S. 284 ff.

³¹² *Hopt*, in: FS Pleyer (1986), S. 341, 352; siehe auch *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Bd. 7 (2000), § 323 HGB Rn. 184; *Ebke/Scheel*, WM 1991, 389 und 395; *Kremer*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers (2007), S. 225; *Winkeljohann/Hellwege*, in: Beck'scher Bilanz-Komm.⁶ (2006), § 323 HGB Rn. 176; *Wölber*, Die Abschlussprüferhaftung im Europäischen Binnenmarkt (2005), S. 69.

³¹³ *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Bd. 7 (2000), § 323 HGB Rn. 182; *Hirte*, Berufshaftung (1996), S. 63 f. Zu § 322 HGB siehe *Hoffmann/Knierim*, BB 2002, 2275.

³¹⁴ *Bigus/Schäfer*, ZfB 2007, 19, 36; *Schäfer*, in: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung (2005), S. 161, 183.

tion des Abschlussprüfers gegenüber Anlegern am Sekundärmarkt in Frage kommt, steht damit außer Zweifel.³¹⁵

Wenn man die stark durch berufsständische Partikularinteressen geprägte Diskussion um die Details der Auslegung des § 323 HGB für einen Moment hinter sich lässt und die Frage nach der Abschlussprüferhaftung in den Gesamtkontext kapitalmarktdeliktsrechtlicher Informationshaftung einordnet, ergibt sich folgende Perspektive: Der Abschlussprüfer eines börsennotierten Unternehmens übt die typische Gatekeeper-Funktion aus. Die Pflichten der Abschlussprüfer öffentlich gehandelter Emittenten dienen gerade dazu, einen Ausgleich für die haftungsbewehrte Beauftragung eigener Experten durch die einzelnen Anleger zu schaffen; sie sind somit als Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses einzuordnen. Vor diesem Hintergrund spricht vieles dafür, den Prüfungspflichten drittschützende Wirkung zuzuerkennen, so dass sich die Haftung – innerhalb der Modifikationen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses wie sie in den folgenden Kapitel dargestellt werden – nach § 823 Abs. 2 BGB richtet. Aus der Tatsache, dass § 323 Abs. 1 S. 3 HGB einen – seiner Natur nach unzweifelhaft vertragsrechtlichen³¹⁶ – Anspruch der geprüften Gesellschaft statuiert, lassen sich bei unvoreingenommener Betrachtung keine Rückschlüsse darauf ziehen, dass damit zugleich die deliktsrechtliche Relevanz der Prüferpflichten ausgeschlossen ist.³¹⁷ Bei Lichte betrachtet bleibt als Bodensatz der dogmatischen Grabenkämpfe über die Dritthaftung der Abschlussprüfer die Sorge vor einer exzessiven Haftung für reine Vermögensschäden. Diese Gefahr ist dem Kapitalmarktdeliktsrecht als solchem immanent und sollte in einem ausdifferenzierten Rechtssystem nicht Anlass sein, eine Haftung gar nicht zuzulassen, sondern vielmehr, sinnvolle Grenzziehungen zum Ausgleich der betroffenen Interessen vorzunehmen. In Betracht kommen Eingrenzungen des Kreises der Anspruchsteller, besondere Verschuldenserfordernisse, Beschränkungen des Schadensumfangs sowie gegebenenfalls Haftungshöchstgrenzen. Auch insoweit nimmt die Abschlussprüferhaftung aber keineswegs eine Sonderstellung im System des Kapitalmarktdeliktsrechts ein.

³¹⁵ Vgl. auch *Walter Doralt*, Haftung der Abschlussprüfer (2005), S. 166.

³¹⁶ Der Grund für die Kodifizierung der Haftung dürfte wohl vor allem in den Modifizierungen des § 323 Abs. 2 und 4 HGB liegen. Zu Haftungshöchstgrenzen siehe ausführlich unten S. 498 ff.

³¹⁷ Auch aus der Gesetzesgeschichte kann dies nicht geschlossen werden, siehe *Heukamp*, Abschlußprüfer und Haftung (2000), S. 299 ff.; *Mirtschink*, Die Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Dritten (2006), S. 65 ff.

dd) Sorgfaltspflichten des Abschlussprüfers

Der Umfang der Sorgfaltspflichten des Abschlussprüfers im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses gleicht den Pflichten der Emissionsbanken am Primärmarkt.³¹⁸ Auch der Abschlussprüfer nimmt typische Prüfungs- und Kontrollpflichten wahr. Konkret richtet sich sein Pflichtenprogramm an den Anforderungen der einschlägigen Bilanzierungsvorschriften aus. Hinzu kommen Anforderungen an die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers.³¹⁹

d) Finanzanalysten

aa) Begriff und Erscheinungsformen der Finanzanalyse

Als nächstes sollen die Pflichten der Finanzanalysten betrachtet werden. Im Zuge des Zusammenbruchs des „Neuen Markts“ gerieten die Analysten verstärkt in die Kritik, da man ihnen zu optimistische Empfehlungen vorwarf.³²⁰ In Reaktion darauf wurden 2002 im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes³²¹ mit § 34b WpHG Verhaltens- und Organisationspflichten für Wertpapieranalysten in das Gesetz eingefügt und seitdem mehrfach umfangreich reformiert.³²² Nach der Legaldefinition des § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG ist eine Finanzanalyse „eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll“. Personen, die Finanzanalysen erstellen sind nach dem Gesetz zu Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit verpflichtet.³²³

³¹⁸ Dazu ausführlich unten S. 488 f.

³¹⁹ Zur Unabhängigkeit des Abschlussprüfers nach deutschem Recht siehe *Paal*, DSStR 2007, 1210. Aus ökonomischer Sicht monographisch *Stefani*, Abschlussprüfung, Unabhängigkeit und strategische Interdependenzen (2002). Im europäischen Kontext siehe Art. 22 der Abschlussprüferrichtlinie 2006/43/EG sowie die Empfehlung der Kommission vom 15.5.2002 zur Unabhängigkeit des Abschlussprüfers in der EU, ABl. EG Nr. L 191, S. 22.

³²⁰ *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 128. Vgl. auch *Stotz/von Nitzsch*, ZBB 2003, 106.

³²¹ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I, S. 2010; dazu *Pfüller/Wagner*, WM 2004, 253.

³²² Eine Neufassung erfolgte durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630 (dazu *Hettermann/Althoff*, WM 2006, 265), weitere Änderungen brachte das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007, BGBl. I, S. 1330. Seit der letzten Änderung ist die Erstellung, Verbreitung oder Weitergabe von Finanzanalysen zudem Wertpapiernebenleistung im Sinne von § 2 Abs. 3a Nr. 5 WpHG.

³²³ Zu den Ausnahmen für Journalisten nach § 34b Abs. 4 WpHG siehe *Kämmerer/Veil*, BKR 2005, 379.

Finanzanalysten sind in aller Regel nicht unabhängig tätig, sondern bieten ihre Dienste entweder als „Buy-Side Analysten“ großen institutionellen Anlegern wie Kapitalanlagegesellschaften, Pensionsfonds, Versicherungen und Kreditinstitute feil oder stehen als „Sell-Side Analysten“ auf der Payroll von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die die Analysen entweder selbstständig verkaufen oder kostenlos zur Verfügung stellen und durch höhere Gebühren aus Wertpapiertransaktionen quersubventionieren.³²⁴ Im Fall der Buy-Side Analyse wird schon häufig die gesetzliche Definition („einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll“) nicht eingreifen. Aber auch bei vorher nicht bestimmtem Empfängerkreis kommt hier eine Haftung gegenüber dem Kunden auf vertraglicher Grundlage ohne weiteres in Betracht.³²⁵

bb) Besondere Pflichten der Sell-Side Analysten

Kennzeichnend für Sell-Side Analysen und Grundlage der Regelungen von § 34b WpHG ist dagegen die Gefahr eines Interessenkonflikts, der insbesondere durch die Anbindung der Sell-Side Analysten an Wertpapierdienstleistungsunternehmen entsteht, die neben der Verbreitung von Analysen in anderen Geschäftsbereichen Anlegern Wertpapierdienstleistungen anbieten. Typische Konflikte ergeben sich durch das Interesse an der Steigerung des Emissionsgeschäfts des eigenen Hauses, an der Pflege der Geschäftsbeziehung des eigenen Hauses zum Emittenten, an der Steigerung von Provisionseinnahmen, an den Eigenhandelsinteressen des eigenen Hauses und auch an dem Fortbestand eines (privilegierten) Zugangs zu Informationen des Emittenten.³²⁶ Daher gehört es nach § 34b Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG zu den gesetzlichen Kardinalpflichten, „Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können“ zusammen mit der Finanzanalyse offenzulegen. In § 5 FinAnV, der Durchführungsverordnung zu § 34b WpHG, werden der Begriff des Interessenkonflikts und die Offenlegungspflicht konkretisiert.

³²⁴ Stichwort „Wertpapieranalyst“ in: Breuer/Schweitzer, Gabler Lexikon Corporate Finance (2003); Schilder, Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem Wertpapierhandelsgesetz (2005), S. 22 f.

³²⁵ Egbers/Tal, BKR 2004, 219, 220 f.; Seibt, ZGR 2006, 501, 527.

³²⁶ Ausführlich Vogler, Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für fehlerhafte Aktienanalysen (2005), S. 56 ff.

cc) Haftungsrechtliche Relevanz der Finanzanalyse

Haftungsrechtlich ist die Einordnung von § 34b Abs. 1 WpHG umstritten.³²⁷ Bei der Frage, ob es sich bei der Regelung um ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB handelt,³²⁸ werden teilweise Differenzierungen vorgenommen zwischen Sorgfaltspflichten einerseits (die drittschützend seien) und den Offenlegungspflichten andererseits³²⁹ und – teils kumulativ zu der ersten Differenzierung – danach, ob die Finanzanalyse an Kunden weitergegeben (dann sei der Kreis der zu Schützenden hinreichend abgrenzbar) oder öffentlich verbreitet wird.³³⁰ Daneben wird auch vertreten, die Finanzanalysten einer im Wege einer Gesamtanalogie zu den §§ 37b, 37c WpHG, § 44 BörsG und § 12 WpÜG herzuleitenden gesetzlichen Vertrauenshaftung zu unterwerfen.³³¹

Dem ist – bei anderer dogmatischen Verortung der Vorschriften – im Ergebnis zuzustimmen. Denn auch die Finanzanalyse ist dadurch geprägt, dass durch die an das allgemeine Publikum abgegebene Empfehlung eine Vielzahl individueller Beratungsverhältnisse über die Einschätzung des betreffenden Finanzinstruments ersetzt wird. Dies gilt gerade bei der öffentlichen Verbreitung der Analyse, während bei der Weitergabe an eigene Kunden auch die Einbeziehung des Inhalts der Finanzanalyse in den Beratungsvertrag (oder vorvertragliche Sonderrechtsverhältnisse) eine hinreichende haftungsrechtliche Kontrolle ermöglicht.³³² Der Schutz vor ausufernder Haftung kann für die Haftungs begründung dabei keine Rolle spielen. Niemand ist verpflichtet, eine Finanzanalyse im Sinne von § 34b WpHG öffentlich zu verbreiten, also kostenlos dem Publikum zur Verfügung zu stellen. Tut er es dennoch und nimmt dabei das Gütesiegel der Finanzanalyse im Sinne des Gesetzes in Anspruch (nach der Aufhebung des § 34b Abs. 6 WpHG durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsge-

³²⁷ Weitgehend unstrittig ist dagegen, dass den Organisationspflichten des § 34b Abs. 5 WpHG keine drittschützende Wirkung zukommt, siehe statt aller *Vogler*, Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für fehlerhafte Aktienanalysen (2005), S. 244 ff.

³²⁸ Dafür *Spindler*, DStR 2002, 1576, 1581; *Weber*, Die Haftung des Analysten für fehlerhafte Wertpapieranalysen (2006), S. 240; dagegen *Egbers/Tal*, BKR 2004, 219, 224; *Hotz*, Information und Desinformation des Kapitalanlegers durch Finanzanalysen (2007), S. 318; *Schilder*, Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem Wertpapierhandelsgesetz (2005), S. 217 ff.; *Seibt*, ZGR 2006, 501, 528 ff.

³²⁹ *Mülbart*, JZ 2002, 826, 836 f.; *Schlößer*, BKR 2003, 404, 409 f.; für fehlende Kausalität verschwiegener Interessenkonflikte bei fachgerechter Erbringung der Analyse dagegen *Meyer*, AG 2003, 610, 618 f.

³³⁰ *Schlößer*, BKR 2003, 404, 409 f.; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), § 34b WpHG Rn. 16.

³³¹ *Seibt*, ZGR 2006, 501, 532; a.A. *Drinkuth*, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 167, 182.

³³² Zutreffend *Egbers/Tal*, BKR 2004, 219, 224.

setz bestehen im Rahmen des § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG hinreichende Möglichkeiten für Werbung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die zugleich eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält), muss er auch haftungsrechtlich diesen Anspruch einlösen und sich an den Verhaltenspflichten des § 34b WpHG festhalten lassen. Denn aufgrund der gesetzlichen Pflichten zur Verhinderung und Offenlegung von Interessenkonflikten in § 34b Abs. 1 S. 2, Abs. 5 WpHG i.V.m. § 5 FinAnV nehmen Finanzanalysten bei ihrer Tätigkeit statusmäßig eine Rolle ein, die sie als unabhängige Informationsintermediäre den Gatekeepers annähert. Die meisten Privatanleger sind nicht in der Lage, selbst Finanzanalyse zu betreiben und daher auf die Inanspruchnahme professioneller Marktintermediäre angewiesen. Sind deren Analyseergebnisse aber durch Sorgfaltsverstöße oder aufgrund von durch Interessenkonflikte hervorgerufenen Fehlansätzen fehlerhaft, kommt es sowohl auf Ebene einzelner Anleger als auch auf Ebene des Gesamtmarktes zu Schädigungen.

Eine gewisse Berechtigung hat in diesem Zusammenhang das Argument, dass eine zu starke Haftungsgefahr dazu führen könnte, die freiwillige Veröffentlichung wertvoller Informationen einzuschränken.³³³ Dieser Einwand wiegt allerdings gerade bei der freiwilligen Veröffentlichung von Finanzanalysen weniger schwer. Denn dabei handelt es sich nicht etwa um eine originäre Veröffentlichung neuer Informationen, sondern vielmehr um eine Informationsdienstleistung, nämlich die Verarbeitung öffentlich zugänglicher Primärinformationen.³³⁴ Insoweit ist bereits ein weitaus geringerer volkswirtschaftlicher Nachteil anzunehmen als sie die abschreckende Wirkung der Haftpflicht primärer Informationslieferanten wie der Emittenten mit sich brächte. Zudem ist gegenüber der kostenlosen Verbreitung von Finanzanalysen eine gesunde Grundskepsis angebracht, weil die Erstellung derartiger Analysen Personal- und Sachaufwand verlangt und sich daher die Frage der Refinanzierung dieser Kosten aufdrängt. Letztlich ist es damit gerade dieser Grundinteressenkonflikt, der die *deliktische* Haftung der Finanzanalysten überhaupt erst notwendig macht.

³³³ Ausführlich zur Bedeutung von Prognosen und Analysen *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 118 ff., 124 ff.

³³⁴ Empirische Untersuchungen zeigen, dass der Informationswert von Finanzanalysen weniger in der Interpretation von veröffentlichten Abschlüssen als in der Zusammentragung von Information in den Phasen zwischen der periodischen Emittentenpublizität liegt, vgl. *Ivković/Jegadeesh*, 73 J. Fin. Econ. 433 (2004).

dd) Fehlerhafte Finanzanalyse: Haftung für Prognosen und Werturteile

Hinsichtlich des haftungsbegründenden Tatbestands³³⁵ steht bei der fehlerhaften Finanzanalyse die Haftung für falsche Prognosen und Werturteile im Mittelpunkt. Die Haftung für Prognosen wird im Kapitalmarkthaftungsrecht allgemein besonderen Maßstäben unterworfen.³³⁶ Entscheidend ist dabei nicht der tatsächliche Eintritt der Prognose, sondern vielmehr, dass die Prognose zum maßgeblichen Zeitpunkt ihrer Erstellung dem gegenwärtigen Erkenntnisstand und den Möglichkeiten der Vorhersage entsprach.³³⁷ In der Terminologie der Rechtsprechung heißt das, dass die Prognose ausreichend durch Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sein muss.³³⁸ Diese im Rahmen der Prospekthaftung entwickelten Grundsätze können auf die Analystenhaftung übertragen werden.³³⁹ Hinsichtlich der tatsächlichen Grundlagen der Analyse stellt § 3 Abs. 2 FinAnV die Pflicht auf, die Zuverlässigkeit der Informationsquelle, soweit mit vertretbarem Aufwand möglich, sicherzustellen und auf verbleibende Zweifel hinzuweisen. Wichtig ist auch die Pflicht des § 3 Abs. 1 FinAnV, eine klare Trennung vorzunehmen zwischen Tatsachenangaben, der Wiedergabe Werturteile Dritter und eigenen Werturteilen. Auch sind die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile anzugeben.³⁴⁰ Schwierig sind die haftungsrechtlichen Anforderungen an die verwandte Methode. Hier dürfte von einer Wechselwirkung zwischen der Anerkennung der Methode auf der einen Seite und dem Grad an Deutlichkeit der Offenlegung auf der anderen Seite auszugehen sein.³⁴¹

Entgegen der Auffassung, die Verstöße gegen die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten vollständig aus dem Haftungstatbestand herausnehmen will,³⁴² wird man differenzieren müssen. So gilt der allgemeine Grundsatz, dass an denjenigen, der sich in einem Interessenkonflikt befindet, besondere Sorgfaltsanforderungen zu stellen sind.³⁴³ Allein der

³³⁵ Für eine ausführliche Konkretisierung der Verhaltensstandards siehe *Möllers/Leberherz*, BKR 2007, 349.

³³⁶ Ausführlich mit rechtsvergleichender Umschau *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 36 ff. Siehe auch *Veil*, AG 2006, 690.

³³⁷ *Vogler*, *Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für fehlerhafte Aktienanalysen* (2005), S. 130.

³³⁸ Grundlegend BGH NJW 1982, 2823, 2826.

³³⁹ A.A. *Drinkuth*, in: Bachmann u.a., *Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 167, 174.

³⁴⁰ Vgl. zum Ganzen *Koller*, in: Assmann/Schneider, *WpHG*⁴ (2006), § 34b Rn. 19.

³⁴¹ *Vogler*, *Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für fehlerhafte Aktienanalysen* (2005), S. 161 ff.

³⁴² Vgl. Nachweise in Fn. 329.

³⁴³ Für das Aktienrecht siehe *Roth*, *Unternehmerisches Ermessen* (2001), S. 63 (nur ein Handeln im besten Interesse der Gesellschaft ist durch das unternehmerische Ermessen gedeckt). Allgemein *Hopt*, in: FS P. Doralt (2004), S. 213, 226 f.

fehlende Hinweis auf einen Interessenkonflikt bei gleichzeitig fehlerfreier Erstellung der Finanzanalyse begründet selbstverständlich keinen kausalen Schaden. Sofern es jedoch zu einer objektiven Fehlerhaftigkeit der Analyse kommt, deren Zusammenhang mit dem verschwiegenen Interessenkonflikt nicht offensichtlich unmöglich ist, indiziert das pflichtwidrige Verschweigen die grobe Fahrlässigkeit hinsichtlich der Pflichtverletzung im Wege einer widerlegbaren tatsächlichen Vermutung.

e) Ratingagenturen

aa) Begriff und Bedeutung des Ratings

Im Ausgangspunkt ähnlich gelagert ist die Situation der Ratingagenturen. Ratings sind standardisierte Meinungsäußerungen über die künftige Fähigkeit, rechtliche Verpflichtung und Bereitschaft eines Emittenten, Zahlungen von Zins und Tilgung einer von ihm begebenen Schuldverschreibung termingerecht und vollständig zu erfüllen.³⁴⁴ Anders als Finanzanalysen enthalten Ratings daher keine Empfehlung für eine Anlageentscheidung. Die Bedeutung des Ratings im Kontext des Kapitalmarktdeliktsrechts liegt in seiner Funktion bei der Bepreisung von Finanzinstrumenten, insbesondere Anleihen.³⁴⁵ Der für eine neu zu begebene Anleihe zu zahlende Zins bestimmt sich maßgeblich auf Grundlage der veröffentlichten Ratings des Emittenten, so dass ein von der tatsächlichen Kreditwürdigkeit negativ abweichendes Rating am Primärmarkt zu einer ungerechtfertigten Erhöhung der Kapitalkosten des Emittenten führt, während eine zu optimistische Bewertung zur Folge hat, dass die Anleger für ihr Kapital keine risikoadäquate Verzinsung erhalten. Auf dem Umlaufmarkt bereits emittierter Anleihen bestimmen die Ratings den Kurs der Anleihe prozentual zum Nennbetrag. Ein fehlerhaftes Rating hat hier die gleichen Auswirkungen wie eine fehlerhafte Kapitalmarktinformation des Emittenten für den Aktienkurs: Es kommt zu einer Abweichung von dem fundamental gerechtfertigten Kurs und damit zu Vermögensschäden all jener Anleihegläubiger, die entweder zu teuer gekauft oder zu billig verkauft haben. Ratingagenturen werden im Regelfall von dem jeweiligen Emittenten beauftragt und bezahlt (sog. *solicited Rating*), teilweise aber auch auf eigenen Antrieb hin tätig (sog. *unsolicited Rating*).³⁴⁶ Im Gegensatz zu den Finanzanalysten

³⁴⁴ *Blaurock*, ZGR 2007, 603 f.; *Peters*, Die Haftung und Regulierung von Ratingagenturen (2001), S. 28. Siehe auch bereits oben S. 53 f.

³⁴⁵ Zur Funktion des Ratings *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 609 ff.; *Fischer*, Haftungsfragen des Ratings (2007), S. 16 ff.; *Peters*, Die Haftung und Regulierung von Ratingagenturen (2001), S. 26 ff.

³⁴⁶ *Ebenroth/Daum*, WM Sonderbeil. 5/1992, S. 2, 7; *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346, 1347.

unterliegen die Ratingagenturen in Europa bislang so gut wie keiner speziellen Regulierung.³⁴⁷

bb) Haftungsrechtliche Relevanz

Die deliktische Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern ist umstritten.³⁴⁸ Meistens wird lediglich eine Haftung nach § 826 BGB für möglich gehalten.³⁴⁹ Daneben werden vor allem quasi-vertragliche Haftungsinstrumente wie der Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter diskutiert.³⁵⁰ Teilweise wird aber auch eine Gesamtanalogie zu den spezialgesetzlichen Haftungsvorschriften der §§ 37b, 37c WpHG, § 44 BörsG und § 12 WpÜG angenommen, aufgrund derer die Ratingagenturen einer gesetzlichen Vertrauenshaftung bei Inverkehrbringen fehlerhafter Kapitalmarktinformationen unterliegen sollen.³⁵¹

(1) Fehlende gesetzliche Regulierung

Vor dem Hintergrund des hier vertretenen rechtsdogmatischen Konzepts eines Kapitalmarktdeliktsrechts, das auf einem durch öffentlich-rechtliche Normen konstituierte Sonderrechtsverhältnis der Marktteilnehmer aufbaut, stellt sich die Frage, ob jenseits des Auffangtatbestands § 826 BGB mangels konkreter Verhaltenspflichten zur Anknüpfung eines Drittschutzes im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB eine deliktische Haftung der Ratingagenturen überhaupt denkbar ist.³⁵² Allerdings weisen Ratings eine tatsächliche Standardisierung auf, die eine Erwartungshaltung des Publikums begründen und haftungsrechtlich Ansatzpunkt für ein *Gebot der Richtigkeit und Vollständigkeit des Ratings* sein kann.³⁵³ Fehlerhafte Ratings berühren zudem den Anwendungsbereich des Marktmanipulationsverbots aus § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, dem im Kapitalmarktdeliktsrecht eine Auffangfunktion

³⁴⁷ Ausführlich *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 638 ff.; siehe auch *Peters*, Die Haftung und Regulierung von Ratingagenturen (2001), S. 149 f.

³⁴⁸ In den USA sind die Ratingagenturen von den allgemeinen Regeln kapitalmarktstrafrechtlicher und -deliktsrechtlicher Verantwortung ausgenommen, vgl. *Partnoy*, in: Fuchita/Litan, Financial Gatekeepers (2006), p. 59, 83 et seq.

³⁴⁹ *Fischer*, Haftungsfragen des Ratings (2007), S. 198 ff.; *Thiele*, Die zivilrechtliche Einordnung des Rating im deutschen Recht (2005), S. 119 ff.

³⁵⁰ *Henrichs*, in: FS Hadding (2004), S. 875, 887 ff.; *Krämer*, in: Bankrechtstag 2004 (2005), S. 33 ff. (im Ergebnis verneinend); *Mühl*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen, Diss. (2007), S. 129 ff.; rechtsvergleichend *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 634 f. Gegen eine Dritthaftung der Ratingagenturen für Fahrlässigkeit *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 140 f.

³⁵¹ *Seibt*, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 191, 206.

³⁵² Allgemein zur Haftung für freiwillige Publizität unten S. 314 ff.

³⁵³ Siehe bereits oben S. 54.

bei funktional mit gesetzlich vorgeformten Veröffentlichungen gleichwertigem Publizitätsverhalten zukommt und damit allgemein zur Gewährleistung eines gleichmäßigen Anleger- und Funktionsschutzsniveaus dient.³⁵⁴

(2) Differenzierung zwischen *solicited* und *unsolicited* Ratings

Ansatzpunkt für eine Einordnung in das Kapitalmarktdeliktsrecht als Sonderrechtsverhältnis der Marktteilnehmer bietet die Unterscheidung von *solicited* und *unsolicited* Ratings. Beim *unsolicited* Rating werden die Ratingagenturen als unabhängige Dienstleister tätig und finanzieren sich vor allem durch den Verkauf ihrer Research-Ergebnisse.³⁵⁵ Diese Unabhängigkeit, verbunden mit dem durch die Existenz von Ratings begründeten volkswirtschaftlichen Mehrwert lassen grundsätzlich eine Haftung jenseits von § 826 BGB problematisch erscheinen. Zugleich entstehen auch Vertragsverhältnisse zu den Abnehmern der Research-Ergebnisse, in deren Rahmen die Ratingagenturen nach dem Börseninformationsdienst-Urteil des BGH³⁵⁶ nicht nur für die Lieferung der abonnierten Publikationen, sondern auch für fehlerhafte Berichte einzustehen haben.³⁵⁷ Sofern *solicited* Ratings entgeltlich vertrieben werden, gilt dort dasselbe.

Eine für das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis eigentlich typische Schutzlücke des Auseinanderfallens von wirtschaftlichem und rechtlichem Näheverhältnis entsteht dagegen bei der kostenlosen Veröffentlichung von *solicited* Ratings sowie für alle Anleger, die selbst die Ratinginformation nicht kostenpflichtig erwerben, aber aufgrund der dadurch bewirkten Kurseffekte den Gefahren falscher Ratingurteile in gleicher Weise ausgesetzt sind. Problematisch ist dies insbesondere dann, wenn die Ratingagenturen neben dem eigentlichen Rating dem Emittenten auch noch sog. „Auxiliary Services“ anbieten,³⁵⁸ die häufig das Ziel verfolgen, den Emittenten dabei zu beraten, wie er seine Rating-Note steigern kann. Diese Vermischung von scheinbar neutralen Bewertungs- mit Beratungsleistungen führt dazu, dass das Rating die ihm eigentlich zgedachte Unabhängigkeit verliert. Die Ratingagenturen bekommen so vertieften Zugang zur Unternehmenssphäre des Emittenten, so dass wesentliche Element einer haftungsrechtlichen Privilegierung wegfallen. Bildlich lässt sich das so ausdrücken, dass ein Gatekeeper, der dafür Geld nimmt, dass er dem Kon-

³⁵⁴ Siehe oben S. 226.

³⁵⁵ Peters, Die Haftung und Regulierung von Ratingagenturen (2001), S. 40.

³⁵⁶ BGHZ 70, 356, 360.

³⁵⁷ Fischer, Haftungsfragen des Ratings (2007), S. 88 ff.; Hennrichs, in: FS Hadding (2004), S. 875, 885 ff.; Krämer, in: Bankrechtstag 2004 (2005), S. 30 ff.; Vetter, WM 2004, 1701, 1708.

³⁵⁸ Partnoy, in: Fuchita/Litan, Financial Gatekeepers (2006), p. 59, 70; siehe auch Blaurock, ZGR 2007, 603, 607.

trollierten einen Schleichweg zeigt, seine Stellung als Gatekeeper ad absurdum führt. Derartige Ratings sind funktionell den Veröffentlichungen des Emittenten zuzurechnen. Zumindest insoweit bestehen daher keine Bedenken, die Ratingagenturen für fehlerhafte Ratingurteile nach den gleichen Grundsätzen haften zu lassen, die für Emittenten des regulierten Marktes im Falle freiwilliger Kapitalmarktkommunikation gelten.³⁵⁹ Im sonstigen Bereich des solicited und insbesondere bei den unsolicited Ratings bietet sich dagegen in Anlehnung an die Abwägung nach § 824 Abs. 2 BGB³⁶⁰ die Annahme eines berechtigten Interesses an, mit der Folge einer Reduzierung der Haftung auf die Voraussetzungen des § 826 BGB, um die Verbreitung wertvoller Kapitalmarktinformationen nicht durch übermäßige Haftungsgefahren abzuschrecken.

f) Finanzierungsbestätigung im Übernahmerecht

Als letzte der Pflichten der Marktintermediäre soll hier die Finanzierungsbestätigung nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG betrachtet werden. Danach ist bei einem Wertpapiererwerbs- oder Übernahmeangebot für den Fall, dass das Angebot als Gegenleistung die Zahlung einer Geldleistung vorsieht, durch ein vom Bieter unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich zu bestätigen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung zur Verfügung stehen. Inhalt dieser Pflicht ist es daher nicht, selbst die erforderlichen Mittel zur Verfügung zu stellen, sondern lediglich eine Zertifizierung der Maßnahmen des Bieters vorzunehmen.³⁶¹ Da diese Bestätigung aber gemäß § 13 Abs. 3 S. 3 Nr. 4 WpÜG zwingender Bestandteil der Angebotsunterlage ist, kommt der bestätigenden Bank die klassische Gatekeeper-Funktion zu, sie kann durch Versagung der Mitwirkung das Angebot stoppen. Die anlegerschützende Zielrichtung dieser Pflicht liegt auf der Hand.

Aufgrund des Haftungstatbestands des § 13 Abs. 2 und 3 WpÜG steht auch die haftungsrechtliche Relevanz der Pflicht außer Frage. Wichtig erscheint dabei insbesondere, dass § 13 Abs. 3 WpÜG für die Ausgestaltung auf die Haftung des Bieters für eine falsche Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG verweist³⁶² und damit unterstreicht, dass sich die Haftung der Marktintermediäre im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis grundsätzlich nach den gleichen Regeln wie die Emittentenhaftung richtet.

³⁵⁹ Dazu unten S. 314 ff.

³⁶⁰ Dazu ausführlich oben S. 55 f.

³⁶¹ Zum Ganzen *Lange*, Rechtsfragen der Finanzierung eines feindlichen Übernahmeangebotes (2005), S. 267 f.

³⁶² Dazu ausführlich oben S. 272 f.

7. Haftung für freiwillig erteilte standardisierte Informationen

a) Haftungsrechtliche Privilegierung freiwilliger Informationen?

Abweichend von den bisher diskutierten Pflichten existiert bei der freiwilligen Publizität gerade keine Primärpflicht zur Veröffentlichung bestimmter Informationen. Konkret geht es bei der freiwilligen Verbreitung standardisierter Informationen um Veröffentlichungen auf der Website des Emittenten, auf Pressekonferenzen oder Roadshows, während eines Analystentreffens oder in Aktionärsbriefen. Die Erteilung solcher Informationen kann selbstverständlich haftungsrechtlich nicht erzwungen werden. Es ist aber davon auszugehen, dass freiwillige Informationen volkswirtschaftlich wünschenswert sind, erlauben sie es doch, Einschätzungen außerhalb des formalen Korsetts gesetzlich präformierter Publizitätsakte zu kommunizieren, die auch für die Preisbildung von Bedeutung sein können. Wichtige Beispiele sind etwa Ziele der mittelfristigen Unternehmensplanung, die dem Kapitalmarkt eine Einschätzung der strategischen Gesamtausrichtung des Emittenten ermöglichen und idealerweise kurzfristige Marktfehlreaktionen verhindern. Vor diesem Hintergrund wurde teilweise gefordert, die freiwillige Verbreitung standardisierter Informationen haftungsrechtlich dadurch zu privilegieren, dass hier auch hinsichtlich der inhaltlichen Richtigkeit nur bei Vorsatz und Sittenwidrigkeit nach § 826 BGB gehaftet werden solle.³⁶³ Ganz überwiegend wird aber verlangt, hinsichtlich der Haftung für die inhaltliche Richtigkeit freiwilliger Publizitätsakte keinerlei Unterscheidung zur Haftung für fehlerhafte gesetzliche Veröffentlichungen vorzunehmen.³⁶⁴

b) Keine grundsätzliche Privilegierung

Im Grundsatz ist der letztgenannten Auffassung zuzustimmen. Wie bereits an anderer Stelle ausgeführt, macht es im Rahmen der Preisbildung auf semiinformationseffizienten Kapitalmärkten funktional keinen Unterschied, ob eine kursrelevante Fehlinformation durch gesetzliche Publizitätsinstrumente oder auf dem Wege freiwilliger standardisierter Informationswege verbreitet wird.³⁶⁵ Auch haftungsrechtlich ist in diesen Fällen ein Schutz vor Umgehung der gesetzlich vorgeformten Publizität angebracht.³⁶⁶

³⁶³ *Brellochs*, Publizität und Haftung (2005), S. 220 f.; *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 787 ff.

³⁶⁴ *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 155; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 112; *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 49 f. Siehe auch Ziff. 1.10 der Beschlüsse der wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. DJT, NJW 2002, 3073, 3082.

³⁶⁵ Siehe oben S. 221.

³⁶⁶ Siehe oben S. 226.

Vor dem Hintergrund des hier vertretenen kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses bietet sich aber eine Differenzierung an. Maßstab der Haftung für freiwillige Publizität sollte ihre Einbettung in die sonstige Kapitalmarktinformation des Emittenten sein. Insoweit existieren aber erhebliche rechtliche Abstufungen der Marktsegmente, je nach Tiefe der Marktteilnahme.³⁶⁷

Im Grundsatz sollte das haftungsrechtlich gesicherte Informationsniveau das gleiche sein, das im Falle funktional vergleichbarer gesetzlicher Publizitätswege gelten würde. Dies bedeutet, dass Emittenten, die am regulierten Markt gehandelt werden, auch im Rahmen freiwilliger Verlautbarungen die gleichen inhaltlichen Standards wie bei gesetzlicher Sekundärmarktpublizität zu beachten haben. Der Grund dafür besteht darin, dass ein Anleger, der eine Falschinformation gar nicht persönlich wahrnimmt, sondern vielmehr über den fehlerhaften Preis geschädigt wird, keine Kenntnis davon haben kann und muss, auf welche Weise die der Fehlbewertung zugrunde liegende Fehlinformation verbreitet wurde. Dadurch, dass er sich für die Wertpapiere eines in einem hoch regulierten Markt gehandelten Emittenten entschieden hat, hat er einen Anspruch auf fehlerfreies Publizitätsverhalten auch außerhalb der zwingend vorgesehenen Veröffentlichungen. Eine solche Haftung für fehlerhafte freiwillige Angaben unterhalb der Schwelle des § 826 BGB stellt auch keinen Fremdkörper im System des Kapitalmarktdeliktsrechts dar, wie an der Vorschrift des § 824 BGB gezeigt wurde.³⁶⁸ Rechtsdogmatisch lässt sie sich auf § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG stützen, dem für die Fälle einer Umgehung gesetzlich präformierter Informationswege Schutzgesetzcharakter i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB zukommt.³⁶⁹

c) Gleichlauf mit den gesetzlichen Publizitätspflichten

Anderes gilt im Falle von Wertpapieren, die lediglich außerbörslich gehandelt werden und deren Emittenten neben den handelsrechtlichen Rechnungslegungs- und Veröffentlichungspflichten keinen weiteren Publizitätspflichten unterliegen.³⁷⁰ In diesen Fällen findet regelmäßig auch keine Preisbildung auf Sekundärmärkten statt, so dass eine Schädigung auch nicht unwissentlich durch einen verfälschten Marktpreis vermittelt werden kann, sondern notwendig auf einer persönlichen Kenntnisnahme des Anlegers beruht. Die Käufer derartiger Anlagen wissen von vornherein um den geringeren Pflichtenstandard und können daher nicht darauf vertrauen,

³⁶⁷ Siehe oben S. 232.

³⁶⁸ Siehe oben S. 56 f.

³⁶⁹ Siehe oben S. 226.

³⁷⁰ Speziell zur Haftung für die Verletzung der bestehenden Informationspflichten am Markt für geschlossene Fonds *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519.

umfassend informiert zu werden. Da sie die wenigen Informationen, die sie (zusätzlich zur Bilanzpublizität) erhalten, ohnehin mangels jeglicher gesetzlicher Präformierung mit einer gewissen Vorsicht behandeln müssen, kann auch nicht der gleiche Pflichtenstandard wie im Falle gesetzlich regulierter Publizität angesetzt werden. In diesen Marktsegmenten wird daher nur nach § 826 BGB für die Verbreitung inhaltlich fehlerhafter freiwilliger Informationen am Sekundärmarkt gehaftet.

Etwas anderes gilt aber auch hier am Primärmarkt: Dort unterliegen alle Emittenten einheitlich einer gesetzlichen Prospekthaftung für grob fahrlässige Falschinformationen. Diese Regelung rechtfertigt es, ähnliche Standards bei der Verbreitung fehlerhafter Informationen außerhalb des Prospekts anzulegen. Wenn sich der Preis einer Emission durch einen einigermaßen informationseffizienten Preisbildungsprozess herauskristallisiert, kann es wiederum keinen Unterschied machen, auf welche Weise preisrelevante Fehlinformationen verbreitet werden.

II. Individuelle Informations- und Beratungspflichten

1. Aufgabe und Funktion der Anlegerintermediäre

Bei der Haftung für Pflichtverletzungen im Bereich der kapitalmarktbezogenen individuellen Informations- und Beratungspflichten geht es vor allem um die „Anlegerintermediäre“³⁷¹, also insbesondere Anlagevermittler, Anlageberater, Vermögensverwalter, Broker und Banken, die diese Funktionen wahrnehmen. Kapitalmarktrechtlich sind die Tätigkeiten der Anlegerintermediäre als Wertpapierdienstleistungen im Sinne von § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 1, 2, 3, 4, 7, 9 WpHG erfasst, so dass die aufsichtsrechtlichen Verhaltens- und Organisationspflichten der §§ 31 ff. WpHG eingreifen.³⁷² Deren Gegenstand ist vor allem die Ausrichtung auf das Kundeninteresse, also auf die spezifische Situation des einzelnen Anlegers. Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis definiert sich jedoch gerade dadurch, dass es auf den Vermögensschutz des Publikums gerichtet ist und von individuellen Schutzbedürfnissen, wie sie typischerweise im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen befriedigt werden, abstrahiert.³⁷³

³⁷¹ Zur Abgrenzung von Markt- und Anlegerintermediären oben S. 295 f.

³⁷² Ausführlich dazu *Bliesener*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel (1998).

³⁷³ Ausführlich oben S. 174 ff. und S. 176 f.

2. Abgrenzung zur deliktischen Haftung für die Verletzung von Informations- und Beratungspflichten

Auch wenn die Wertpapierdienstleistungen zur Sicherung der institutionellen Effizienz des Kapitalmarkts³⁷⁴ einem weit reichenden aufsichtsrechtlichen Pflichtenregime unterworfen sind, verwirklicht sich der Anlegerschutz doch primär im Vertragsverhältnis, auf das die Wohlverhaltenspflichten ausstrahlen.³⁷⁵ Daneben ist inzwischen allerdings anerkannt, dass der wesentliche Kernbestand der Pflichten aus § 31 WpHG drittschützende Wirkung im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB entfaltet.³⁷⁶ Dadurch bildet sich zugleich und unabhängig von dem Bestehen eines (Rahmen-)Vertragsverhältnisses ein gesetzliches Schuldverhältnis auf Anlegerschutz.³⁷⁷ Dieses gesetzliche Schuldverhältnis ist aber von dem kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis zu unterscheiden, denn es bezieht sich auf das Verhältnis zwischen individuellem Anleger und Intermediär und erfüllt dabei eine ähnliche Funktion wie ein allgemeiner Bankvertrag. Kennzeichnende Strukturelemente des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses der Marktteilnehmer zueinander sind aber der Bezug auf das Anlegerpublikum, unabhängig von individuellen Wissensständen und Bedürfnissen, sowie ein Auseinanderfallen von wirtschaftlichem und rechtlichem Näheverhältnis aufgrund der Anonymität des Kapitalmarkts.³⁷⁸

Individuelle Informations- und Beratungspflichten sind daher nicht Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Die folgenden Ausführungen etwa zum Umfang des ersatzfähigen Schadens, den haftpflichtigen Personen und der Kausalität können deshalb nicht auf die deliktische Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener individueller Informations- und Beratungspflichten übertragen werden.

III. Pflichten aus Insiderstellung

Während die bisherige Darstellung der Pflichten gemäß des Informationsmodells des Kapitalmarktrechts auf Publizitätspflichten fokussierte, widmen sich die folgenden zwei Unterabschnitte den haftungsrechtlichen Folgen von Verstößen gegen kapitalmarktrechtliche Handlungs- und Unterlas-

³⁷⁴ Dazu oben S. 181 f.

³⁷⁵ Brandt, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage (2002), S. 184 ff.; Leisch, Informationspflichten nach § 31 WpHG (2004), S. 70 ff.

³⁷⁶ Siehe nur Kumpan/Hellgardt, DB 2006, 1714 m.w.N. § 32 Abs. 2 Nr. 1 WpHG a.F. kommt keine Schutzgesetzeigenschaft zu, BGH NJW 2008, 1734, 1735 f. (zur Veröffentlichung in BGHZ vorgesehen).

³⁷⁷ Grundlegend Hopt, Kapitalanlegerschutz (1975), S. 404 ff. Siehe auch oben S. 214 f.

³⁷⁸ Dazu oben S. 228 f.

sungspflichten. Wegen der besonderen Bedeutung werden dabei die aus einer Insiderstellung folgenden Pflichten in einem besonderen Teil behandelt.

Die Insiderregeln wurden nach langen rechtspolitischen Kontroversen³⁷⁹ erstmals 1995 spezialgesetzlich durch das neu geschaffene WpHG in das deutsche Recht eingeführt. Grundlage war die EG-Insiderrichtlinie.³⁸⁰ Nachdem diese 2003 durch die Marktmissbrauchsrichtlinie³⁸¹ ersetzt worden war, erfuhr auch das deutsche Insiderrecht durch das AnSVG³⁸² seine bisher umfassendste Reform.³⁸³ Die besondere Regelungsbedürftigkeit der Insidergeschäfte folgt einerseits aus der selbstbereichernden Ausnutzung einer Informationsasymmetrie und andererseits aus der damit einhergehenden Schädigung des Marktes in seiner Gesamtheit als auch der dort handelnden Anleger.³⁸⁴

1. Tatbestand und rechtliche Folgen der Insiderstellung

a) Insiderpapiere

Ausgangspunkt des Insiderrechts sind die Begriffe des Insiderpapiers und der Insiderinformation. Die Definition des Insiderpapiers in § 12 WpHG bestimmt den Anwendungsbereich des spezialgesetzlich geregelten Insiderrechts³⁸⁵ dergestalt, dass nur auf dem regulierten Markt (bzw. einem organisierten Markt im europäischen Ausland) gehandelte Finanzinstrumente³⁸⁶ dem Insiderrecht unterfallen. Nach dem Wortlaut des Gesetzes stellen auch in den Freiverkehr einbezogene Finanzinstrumente Insiderpapiere dar.³⁸⁷ Damit verwirklicht sich auch im Insiderrecht das Korrelat von

³⁷⁹ Für eine Regulierung des Insiderrecht auf europäischer Ebene bereits *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht (1973), S. 122 ff., 163 ff. Dagegen z.B. *Pfister*, ZGR 1981, 318, 347.

³⁸⁰ Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider- Geschäfte. Dazu *Hopt*, in: *Hopt/Wymeersch*, European Insider Dealing (1991), p. 129.

³⁸¹ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

³⁸² Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630.

³⁸³ Die letzte Änderung erfolgte durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007, BGBl. I, S. 1330.

³⁸⁴ *Hopt*, AG 1995, 353, 355, 358.

³⁸⁵ Zum Insiderrecht außerhalb der §§ 12 ff. WpHG ausführlich *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 118 ff.; siehe bereits *ders.*, ZGR 1991, 17, 66: „Zweispurigkeit“ des Insiderrechts.

³⁸⁶ Zu Insidergeschäften mit Anleihen siehe *Siebel*, BKR 2002, 795.

³⁸⁷ Diese Qualifikation dürfte sich jedoch mit der Herausnahme des Freiverkehrs aus den Meldepflichten nach § 9 WpHG im Zuge des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes in der Aufsichtspraxis erledigt haben. Zwar besteht die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach § 15b WpHG für die Emittenten des Freiverkehrs fort, ohne

Pflichtentiefe und Tiefe der Marktteilnahme, indem der unregulierte Wertpapierhandel vom Schutzbereich ausgenommen ist (und im Freiverkehr eine systematische Überwachung der geschriebenen Pflichten nicht stattfindet).

b) Insiderinformation

Pflichtenauslösender Tatbestand ist die Insiderinformation. Nach der Legaldefinition in § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG ist eine Insiderinformation eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Sofern sie einen Emittenten „unmittelbar“ betrifft, löst die Insiderinformation die Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG aus.³⁸⁸ Darüber hinaus erlegt sie auch ohne besondere Betroffenheit allen Personen, die über die Insiderinformation verfügen, eine Reihe von Verboten auf. Die frühere Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern³⁸⁹ ist im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch das AnSVG zugunsten allgemeiner Verbotstatbestände aufgegeben worden, lebt allerdings auf öffentlich-rechtlicher Sanktionsebene in den Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften der §§ 38, 39 WpHG fort.³⁹⁰

c) Verbote des § 14 Abs. 1 WpHG

aa) Inhalt und Regelungszweck

Im Mittelpunkt des Insiderrechts stehen die Verbote des § 14 Abs. 1 WpHG. Danach ist es zunächst verboten (Nr. 1), unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern, sodann (Nr. 2), einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, und schließlich (Nr. 3), einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.

die Meldungen nach § 9 WpHG (und ohne die Veröffentlichungspflicht nach § 15a WpHG, die den Freiverkehr ebenfalls ausnimmt), lässt sich das Verbot aber nicht mehr systematisch von der BaFin überwachen. Diese Konsequenz der strikten 1:1-Umsetzung war der Bundesregierung bewusst; vgl. Begr. RegE Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 62.

³⁸⁸ Dazu ausführlich oben S. 255 ff.

³⁸⁹ Dazu monographisch Sandow, Primär- und Sekundärinsider nach dem WpHG (2001).

³⁹⁰ Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 10.

Gemeinsamer Nenner all dieser Verbote ist die *Gewährleistung der Vertraulichkeit von Insiderinformationen*. Dahinter steht der Regelungszweck, Informationsasymmetrien abzubauen und Chancengleichheit³⁹¹ zwischen den Anlegern dadurch herzustellen, dass die Information zentral – insbesondere im Wege der Ad-hoc-Publizität³⁹² – an den Markt gelangt und Einzelne keine Sondervorteile daraus ziehen.³⁹³

bb) Ausgestaltung und Ausnahmen

Entlang dieser Richtschnur lassen sich auch die Einzelausgestaltungen und -probleme der Tatbestände sowie der Ausnahmen entwickeln. So sieht etwa § 14 Abs. 2 WpHG i.V.m. der Marktmissbrauchs-Durchführungsverordnung (EG) Nr. 2273/2003 Safe Harbor-Regelungen für Aktienrückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen vor.³⁹⁴ Daneben hat die BaFin weitere Fälle definiert, in denen kein „Verwenden“ einer Insiderinformation vorliegen soll, so bei bereits vorher geplantem Paketerwerb im Anschluss an eine Due Diligence, beim Kontrollerwerb nach Due Diligence und auch bei der Verwertung von als Sicherheit gegebenen Insiderpapieren durch kreditgebende Banken, wenn der Kredit notleidend wird.³⁹⁵ In einer Entscheidung, die noch die EG-Insiderrichtlinie betraf, hat der EuGH klargestellt, dass die Weitergabe von Insiderinformationen nur

³⁹¹ Zum Insiderhandelsverbot als Ausprägung einer Gleichbehandlungspflicht ausführlich *Mehringer*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip (2007), S. 99 ff.

³⁹² Kaum behandelt ist dagegen die Frage, auf welche Weise die Veröffentlichung nicht unmittelbar einen Emittenten betreffende Insiderinformationen im Rahmen des Mitteilungs- und Zugänglichmachenverbots des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG erfolgen soll. Als Beispiele für solche Insiderinformationen werden genannt: Zinsbeschlüsse von Notenbanken, Devisenkurse, Rohstoffpreise, branchenspezifische statistische Daten, Daten und Informationen, die den Wertpapierhandel im Insiderpapier betreffen sowie Gesetzesvorhaben und -änderungen, die auf den Preis des Insiderpapiers Einfluss haben können; vgl. Nr. III.2.1.3. des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005). Insoweit wird man davon ausgehen können, dass eine Mitteilung an die Presse zum Zwecke der allgemeinen Veröffentlichung anders als bei den § 15 WpHG unterfallenden Insiderinformationen (dazu *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 14 Rn. 100) nicht „unbefugt“ ist, die Journalisten aber bis zum Erscheinen des Berichts Insider sind.

Zum Problem der mangelnden Abstimmung von Weitergabeverbot und Ad-hoc-Pflicht siehe von *Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225, die überzeugend für einen Gleichlauf von § 14 Abs. 1 Nr. 2 und § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG plädieren. Siehe auch *S. H. Schneider*, NZG 2005, 702.

³⁹³ *Sethe*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 12 Rn. 6.

³⁹⁴ Dazu unten S. 329.

³⁹⁵ Nr. III.2.2.1.4. des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005). Zu diesen Ausnahmen *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 42 ff.

sehr beschränkt erlaubt ist, wenn ein enger Zusammenhang zwischen der Weitergabe und der Ausübung der Erfüllung der Aufgaben des Empfängers besteht und die Weitergabe für die Erfüllung dieser Aufgaben unerlässlich ist.³⁹⁶

Neben den bereits behandelten Pflichten zur Ad-hoc-Publizität und zur Veröffentlichung von Directors' Dealings wird das Insiderrecht prozedural insbesondere durch die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach § 15b WpHG³⁹⁷ und durch die Meldepflicht nach § 9 WpHG³⁹⁸ abgesichert.

d) Unternehmensinsider

Regelungsprobleme besonderer Art verursachen die Unternehmensinsider. Diesen kommt rein tatsächlich deshalb eine besondere Bedeutung zu, weil sie durch ihre Tätigkeit und Entscheidungen häufig schon zum Entstehen einer Insiderinformation beitragen. Rechtlich ergibt sich eine Diskrepanz zwischen Verbots- und Gebotstatbeständen, indem sich die Verbote des § 14 WpHG an die Organwalter als natürliche Personen (vgl. § 38 Abs. 1 Nr. 2 a) WpHG) wenden, während das Gebot der unverzüglichen Veröffentlichung nach § 15 WpHG allein den Emittenten trifft. Eine Veröffentlichung direkt durch den Organwalter ist in aller Regel unbefugt im Sinne von § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.³⁹⁹ Daraus ergeben sich praktische Schwierigkeiten für den Aktienhandel von Unternehmensinsidern, da diese häufig selbst nicht die Voraussetzungen schaffen können, unter denen Erwerbe oder Veräußerungen der Finanzinstrumente des eigenen Arbeitgebers zulässig sind. Lösungsansätze bieten die Einschaltung weisungsunabhängiger Treuhänder und ähnliche Gestaltungen.⁴⁰⁰ Auf der anderen Seite können Unternehmensinsider häufig Einfluss auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung von Insiderinformationen nehmen (etwa bei der Bestimmung des Endes der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG) und sind daher in

³⁹⁶ EuGH Rs. C-384/02 (*Knud Grøngaard, Allan Bang*), NJW 2006, 133, 134.

³⁹⁷ Dazu *U. H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621. Monographisch v. *Neumann-Cosel*, Die Reichweite des Insiderverzeichnisses nach § 15b WpHG (2008).

³⁹⁸ Siehe Begr. RegE 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 43: „Beaufsichtigung des Wertpapierhandels zur Verhinderung von Insidergeschäften“, vgl. auch *Dreyling*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 9 Rn. 5.

³⁹⁹ *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 14 Rn. 100. Zu den insiderrechtlichen Geheimhaltungspflichten von Aufsichtsratsmitgliedern ausführlich *Veil*, ZHR 172 (2008), 239, 251 ff.

⁴⁰⁰ Dazu und zu weiteren Möglichkeiten (etwa Trading Windows) von *Dryander/Schröder*, WM 2007, 534, 539 ff. Im Zuge des Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes wurde mit § 33b Abs. 7 Nr. 1 WpHG ein dementsprechender Safe Harbor für Geschäfte der Mitarbeiter von Wertpapierdienstleistungsunternehmen geschaffen.

erhöhtem Maße praktisch in der Lage, manipulativ die Voraussetzungen für Insidergeschäfte zu schaffen.

Wichtig sind in diesem Zusammenhang auch die *Aktionsoptionsprogramme für Führungskräfte*, denn diese stellen zugleich ein Substitut zur früher geforderten Freigabe des Insiderhandels als erfolgsorientierten Vergütungsbestandteil dar.⁴⁰¹ Wenn erfolgsorientierte Vergütung sinnvoller jenseits der Freigabe von Insiderinformationen erreicht werden kann,⁴⁰² kommt dem Insiderhandelsverbot nunmehr die Funktion zu, manipulatives Einwirken auf die Voraussetzungen der erfolgsabhängigen Vergütung zu verhindern.⁴⁰³ Nach h.M. stellt die „automatische“ Zuteilung von Aktien oder Optionen kein „Verwenden“ einer Insiderinformation dar, während Zuteilungsgeschäfte mit Abwägungscharakter und die spätere Optionsausübung sowie der Verkauf der Finanzinstrumente insiderrechtlich relevant sind.⁴⁰⁴ Virtuelle Optionsprogramme (Wertsteigerungsrechte, Stock Appreciation Rights und Phantom Stocks) fallen dagegen mangels Eigenschaft als Finanzinstrument nach h.M. gar nicht erst in den Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots nach § 14 WpHG.⁴⁰⁵ Dies ist jedenfalls dann problematisch, wenn die Zuteilung der Rechte aus solchen Programmen im Ermessen der Begünstigten steht und diese dabei Insiderwissen verwenden. Darin liegt zwar zunächst nur eine Schädigung der Gesellschaft,⁴⁰⁶ sofern jedoch Dritte (etwa Angestellte des Emittenten, die zwar selbst keine Insiderkenntnisse besitzen, aber Einblick in die Entlohnung der Führungskräfte haben) durch die Rechtsausübung Rückschlüsse ziehen können, kommt es zu einer indirekten Verbreitung von Insiderinformationen.⁴⁰⁷ Ob diese Fälle adäquat mit dem Verbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, Insiderinformationen anderen zugänglich zu machen, erfasst werden können, darf bezweifelt werden.

⁴⁰¹ Zur Insiderinformation als Vergütung des Managements *Manne*, *Insider Trading and the Stock Market* (1966), p. 131 et seq. Zur Ineffizienz derartiger Vergütungsmechanismen *Easterbrook*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 332 et seq.

⁴⁰² Vgl. nur *Hopt*, AG 1995, 353, 357.

⁴⁰³ Für ein aktuelles Beispiel der massenhaften Manipulation von Aktienoptionsprogrammen in den USA durch Rückdatierung des Zuteilungsdatums *Heron/Lie*, 83 J. Fin. Econ. 271 (2007); siehe auch *Bebchuk/Grinstein/Peyer*, *Lucky CEOs*, Discussion Paper (2006)

⁴⁰⁴ *Klasen*, AG 2006, 24; *von Dryander/Schröder*, WM 2007, 534.

⁴⁰⁵ *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, *Bankrechts-Hdb.*³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 15.

⁴⁰⁶ Zutreffend *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, 730.

⁴⁰⁷ Siehe bereits im Zusammenhang mit § 15a WpHG oben Fn. 249.

2. Schädigungen durch Insiderhandel

a) Ausgangspunkt: Volkswirtschaftliche Schädlichkeit des Insiderhandels

Zentraler Bestandteil der Diskussion um die Regulierung von Insiderhandel ist seit jeher die Frage, welche Schäden durch Insiderhandelsaktivitäten hervorgerufen werden.⁴⁰⁸ Im Anschluss an das bahnbrechende Buch von *Manne*⁴⁰⁹ wurde gerade von ökonomischer Seite vermehrt vertreten, Insiderhandel sei positiv zu bewerten, da er zu einer besseren Informationseffizienz der Märkte beitrage.⁴¹⁰ Inzwischen darf es aber als gesicherte Grundlage der rechtlichen Diskussion gelten, dass Insiderhandel volkswirtschaftlich schädlich ist.⁴¹¹

b) These von der fehlenden Schadenskausalität des Insiderhandels

An diesem Punkt beginnt die juristische Diskussion darüber, ob durch Insiderhandel überhaupt Schäden entstehen, die einer deliktischen Schadensersatzpflicht zugänglich wären, sofern denn das Insiderhandelsverbot dritt-schützende Wirkung entfaltet und nicht lediglich dem Funktionenschutz des Marktes insgesamt dient. So wird beim typischen Insiderhandel über Börsen oder andere Wertpapierhandelssysteme bereits die Kausalität einer Schädigung des Geschäftspartners verneint, weil es sich beim typischen anonymen Wertpapierhandel als rein zufällig erweist, dass der unwissende Anleger gerade mit einem Insider handelt.⁴¹² Vor diesem Hintergrund wird argumentiert, dass der ohnehin zu dem Geschäft entschlossene Anleger den Schaden mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch ohne das Insidergeschäft erlitten haben würde.⁴¹³ Ausnahmen werden dagegen für face-to-face Geschäfte diskutiert, bei denen der Insider in direkten Kontakt

⁴⁰⁸ Gesamtüberblick bei *Hopt*, AG 1995, 353, 355 ff.

⁴⁰⁹ *Manne*, Insider Trading and the Stock Market (1966), p. 96 et seq.

⁴¹⁰ Zum Argumentationsgang ausführlich *Bainbridge*, Insider Trading, in: Bouckaert/De Geest, Encyclopedia of Law and Economics, Vol. III (2000), p. 772, 777 et seq.; *Lahmann*, Insiderhandel (1994), S. 122 m.w.N.

⁴¹¹ *Hopt*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 1; aus ökonomischer Sicht *Rudolph*, in: FS Moxter (1994), S. 1333, 1349.

⁴¹² *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 12 Rn. 133.

⁴¹³ *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 14 Rn. 209; *Bainbridge*, Insider Trading, in: Bouckaert/De Geest, Encyclopedia of Law and Economics, Vol. III (2000), p. 772, 785; *Mennicke*, Sanktionen gegen Insiderhandel (1996), S. 220. Dagegen *Hopt*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 114: „Die Berufung des Schädigers darauf, sein Opfer wäre sonst später rechtmäßig durch einen Dritten geschädigt worden, wird nicht anerkannt“.

zum Geschäftspartner tritt.⁴¹⁴ Dann handelt es sich aber um eine Haftung aus culpa in contrahendo und nicht mehr nach allgemeinem Deliktsrecht.

c) *Konkretisierung der durch Insiderhandel verursachten Schäden*

aa) *Kursauswirkungen des Insiderhandels*

Aufschluss bietet ein Seitenblick auf die ökonomische Analyse der Auswirkungen von Insiderhandel. Wie bereits oben dargestellt,⁴¹⁵ lässt sich empirisch nachweisen, dass Mitglieder von Leitungs- und Aufsichtsorganen durch die Ausnutzung ihres Informationsvorsprungs überdurchschnittlich hohe Handelserträge erzielen können. Fraglich ist, ob und bejahendenfalls welche ökonomischen Nachteile dadurch entstehen.

Sofern eine Insiderinformation existiert, bedeutet dies bei Zugrundelegung semiinformationseffizienter Kapitalmärkte, dass die Bewertung des Finanzinstruments am Markt von dem fundamental gerechtfertigten Wert abweicht, der bei Veröffentlichung der Insiderinformation erreicht würde. Daraus folgt, dass sämtliche Nicht-Insider zu einem verzerrten Preis handeln und denjenigen, die zu teuer kaufen oder zu billig verkaufen – soweit es sich um eine den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation handelt – im Grundsatz ein Schadensersatzanspruch gegen den Emittenten auf Ersatz der Kursdifferenz zusteht, sofern nicht die verzögerte Veröffentlichung durch eine Ausnahme nach § 15 Abs. 3 WpHG gerechtfertigt ist. Unterbleibt die Veröffentlichung der Insiderinformation gerechtfertigter Weise oder ist – bei marktbezogenen Insiderinformationen – niemand zur Information verpflichtet, kommt es weiterhin zu einem Schaden durch die Fehlbepreisung, ohne dass daraus allerdings ein Anspruch erwüchse.

Tätigt ein Insider in einer Phase der Abweichung des Börsenkurses vom fundamental gerechtfertigten Preis Geschäfte, sollten diese – bei völliger Anonymität des Insiders – zu keiner Veränderung desurses führen, es sei denn es handelt sich um den Sonderfall eines derart außergewöhnliches Handelsvolumen („Blockhandel“), dass allein die Order Preisbeeinflussungspotential hat.⁴¹⁶ Orders üblicher privater Handelsgröße haben dagegen bei marktgängigen und liquiden Wertpapieren grundsätzlich keine Kursrelevanz.

Empirisch ist allerdings nachgewiesen, dass es im Vorfeld der Bekanntgabe wichtiger Insiderinformationen – insbesondere der Ankündigung von Unternehmensübernahmen – zu vorausgehenden Kursausschlägen kommt.⁴¹⁷

⁴¹⁴ Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 14 Rn. 211; Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 114; Sethe, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 12 Rn. 132.

⁴¹⁵ Siehe S. 129.

⁴¹⁶ Dazu Oehler/Häcker, ZfB 2004, 461.

⁴¹⁷ Siehe z.B. Meulbroek, 47 J. Fin. 1661, 1689 et seq. (1992).

Dies legt nahe, dass unter den Bedingungen der realen Welt Insider nicht völlig anonym handeln und Dritte sich an den Handelsaktivitäten als Insider bekannter Personen ausrichten. In diesem Fall bewegt sich allerdings der Kurs in Richtung Fundamentaleffizienz, so dass der von den unwissenden, parallel handelnden Anlegern erlittene Kursdifferenzschaden abnimmt. Eine direkte Einwirkung des Insiderhandels auf das Vermögen der uninformierten Anleger findet daher nicht statt.

bb) Gesamtwirtschaftliche Nachteile des Insiderhandels

Stattdessen führt die Existenz von Insiderhandel zu einer Chancenverzerrung am Markt, da nunmehr eine Anlegergruppe existiert, die systematisch in der Lage ist, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.⁴¹⁸ Damit steigt das Risiko des uninformierten Investors, bei einer Transaktion durch eine Fehlbepreisung aufgrund noch nicht im Kurs verarbeiteter Insiderinformationen statt eines Windfallprofits einen Verlust zu erleiden, über den statistisch in einem insiderhandelfreien Markt zu erwartenden Wert von 50 %. Denn die Insider werden *stets* auf der Seite stehen, die zu teuer verkauft oder zu billig kauft. Nach h.M. der die Insiderforschung rezipierenden Kapitalmarktrechtler gehört das Risiko, Opfer einer Fehlbewertung zu werden, aber zu den unsystematischen Risiken, die durch hinreichende Diversifikation eliminiert werden können und damit nicht in die Bepreisung der Wertpapiere, die sich ausschließlich am systematischen Risiko orientiert, einzufließen brauchen.⁴¹⁹ Kommt es aber systematisch zu Übervorteilungen nicht informierter Anleger, führt Insiderhandel zu einer Erhöhung des Gesamtmarktrisikos.⁴²⁰ Trifft dies zu, verschlechtert unentdeckter und nicht antizipierter Insiderhandel die Renditeaussichten der uninformierten Anleger; die Antizipation und Einpreisung in das systematische Risiko führt dagegen zu einer Erhöhung der Kapitalkosten der Emittenten.⁴²¹

⁴¹⁸ Vgl. bereits oben S. 143.

⁴¹⁹ *Langevoort*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 646 (1996); *Mülberr*, *JZ* 2002, 826, 834. Dazu bereits oben S. 141.

⁴²⁰ Ähnlich gelagert sind Argumente, wonach Insiderhandel die Volatilität eines Marktes erhöht, dazu *Du/Wei*, 114 *Econ J.* 916 (2004); siehe auch bereits *French/Roll*, 17 *J. Fin. Econ* 5 (1986).

⁴²¹ Vgl. *Hopt*, *ZGR* 1991, 17, 25; *Kirchner*, in: *FS Kitagawa* (1992), S. 665, 673. Zum Zusammenhang von systematischem Risiko und Kapitalkosten oben S. 115 und S. 121 f.

d) Fazit

Den Gewinnen einzelner Insider steht daher ökonomisch gesehen ein Effizienzverlust des Gesamtmarktes gegenüber.⁴²² Dieser äußert sich allerdings nicht in konkreten Vermögensschäden einzelner Anleger, sondern in einer Erhöhung des Gesamtmarktrisikos, das letztlich zulasten der Emittenten geht, weil sie den Anlegern dieses Risiko durch einen Risikoaufschlag vergüten müssen, um bei der Kapitalaufnahme international wettbewerbsfähig zu bleiben.

3. Folgerungen für die kapitalmarktdeliktliche Haftung

Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot unterscheiden sich von den bisher untersuchten Pflichtverletzungen signifikant dadurch, dass sie nicht die Fehlbepreisung einzelner Finanzinstrumente *zur Folge* haben, unwissende Anleger also nicht aufgrund von Insiderhandel zu teuer kaufen oder zu billig verkaufen. Insiderpflichtverstöße setzen solche Fehlbepreisungen vielmehr voraus: Der Insider weiß um eine bestehende Fehlbewertung und nutzt diese zu seinem persönlichen Vorteil aus. Sofern der Insider selbst als für die Ad-hoc-Publizität verantwortlicher Organwalter die Fehlbewertung durch Veröffentlichung fehlerhafter Informationen herbeigeführt hat oder sie pflichtwidrig nicht durch Veröffentlichung einer gebotenen (Ad-hoc-)Mitteilung aufgeklärt hat, erscheint es daher sinnvoller, bei diesen Pflichtverletzungen als Grundlage eines Schadensersatzanspruchs anzusetzen. Kann dem Insider die Verursachung der Fehlbewertung dagegen nicht angelastet werden, setzt er auch keine kausale Ursache für die dadurch entstehenden Anlegerverluste.

Damit weisen Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot eine grundsätzlich andere Struktur auf als die bislang untersuchten Pflichtverstöße. Die Insiderpflichten gehören zwar ihrer Art nach zum kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis, da sie eine gesetzliche Treuepflicht des Insiders gegenüber dem einzelnen Anleger statuieren, die einen Ausgleich für fehlende vertragliche Verpflichtungen darstellt.⁴²³ Dennoch begründen sie

⁴²² *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit (2006), S. 172 ff. will durch eine Bevölkerungsbefragung empirisch nachweisen, dass „bei gegenwärtigen und potentiellen Anlegern eine deutliche Abneigung gegen die Nutzung von Insidervorteilen besteht“ (ebd., S. 178). Das Setting der Umfrage (Kaufhausverkäufer verschweigt Sonderangebotsaktion, kauft die reduzierte Ware selbst und empfiehlt sie seinen Freunden) erscheint allerdings etwas schlicht, um den durch Insiderhandel auf Kapitalmärkten ausgelösten Vertrauensverlust zu messen.

⁴²³ Zum Insiderhandelsverbot als Ausfluss der Treuepflichten vgl. *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb.³ (2007), Bd. II, § 107 Rn. 1. Zwar unterliegen Unternehmensinsider aufgrund ihrer organschaftlichen Stellung parallel laufenden gesellschaftsrechtlichen Treuepflichten, die die Ausnutzung von Insiderinformationen jenseits von § 14 WpHG verbieten, vgl. *Hopt*, in: *Großkomm. AktG*⁴ (1999), § 93

keine deliktische Haftung der Insider gegenüber einzelnen Anlegern, da diese durch Insiderhandel keinen in den Schutzbereich des Sonderrechtsverhältnisses fallenden Vermögensschaden erleiden.

4. Zivilrechtliche Erfassung von Insiderrechtsverstößen

a) Gewinnhaftung von Insidern

Wenn das Insiderhandelsverbot Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist, kommen möglicherweise andere Rechtsfolgen als ein Schadensersatzanspruch in Betracht. So wurde mehrfach vorgeschlagen, eine Gewinnhaftung für Insider einzuführen, die unter Ausnutzung ihres Informationsvorteils einen Handelsgewinn verbucht haben.⁴²⁴ Dabei soll der Insider aber nicht nur zur reinen Gewinnherausgabe verpflichtet werden, sondern vielmehr den doppelten Wert des erlangten Vorteils⁴²⁵ oder den Insidergewinn multipliziert mit einem Faktor x , der die umgekehrte Entdeckungswahrscheinlichkeit symbolisiert, erstatten müssen.⁴²⁶ Anspruchsberechtigt sollen diejenigen Anleger sein, die in demselben Zeitraum wie der Insider auf der Marktgegenseite Geschäfte in dem Insiderpapier getätigt haben.⁴²⁷

Fraglich ist, wie eine solche Gewinnhaftung in das zivilrechtliche Haftungssystem einzuordnen wäre. Nahe liegend ist eine Einstufung als erweitertes Bereicherungsrecht.⁴²⁸ Des Weiteren könnte der Rechtsgedanke des angemessenen Eigengeschäfts nach § 687 Abs. 2 BGB fruchtbar gemacht werden.⁴²⁹ Ein daran zu entwickelndes *Kapitalmarkt bereicherungsrecht* sprengt aber den Umfang der vorliegenden Untersuchung.

Rn. 173 ff. Diese Pflichten bestehen aber als Ausfluss der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht nach ganz h.M. nur gegenüber der Gesellschaft, nicht gegenüber den einzelnen Aktionären und erst recht nicht gegenüber Fremdkapitalgebern oder zukünftigen Anlegern.

⁴²⁴ *Arbeitskreis Gesellschaftsrecht*, Verbot des Insiderhandelns, 1976, S. 110 ff.; *Kirchner*, in: FS Kitagawa (1992), S. 665, 679 ff.; vgl. auch den Vorschlag von *Veil*, ZGR 2005, 155, 175 ff., eine Gewinnhaftung bei Verstößen gegen § 15a WpHG einzuführen, wobei es irrelevant sein sollte, ob das Organmitglied eine Insiderinformation ausgenutzt hat oder nicht (ebd., S. 187).

⁴²⁵ So § 25 Abs. 1 des Gesetzesvorschlags, *Arbeitskreis Gesellschaftsrecht*, Verbot des Insiderhandelns, 1976, S. 66.

⁴²⁶ *Kirchner*, in: FS Kitagawa (1992), S. 665, 680.

⁴²⁷ *Arbeitskreis Gesellschaftsrecht*, Verbot des Insiderhandelns, 1976, S. 66; *Kirchner*, in: FS Kitagawa (1992), S. 665, 680.

⁴²⁸ So *Rusch*, Gewinnhaftung bei Verletzung von Treuepflichten (2003), S. 252 ff.

⁴²⁹ Vgl. *Brügge meier*, Deliktsrecht (1986), S. 83 (im Zusammenhang mit absoluten Rechten).

b) *Persönliche Informationspflichthaftung bei Insiderhandel*

Ein anderer Ansatz zur zivilrechtlichen Erfassung von Insiderverstößen setzt bei der Divergenz von Verhaltens- und Publizitätspflicht⁴³⁰ an. Da die deliktische Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB grundsätzlich den Adressaten des Schutzgesetzes trifft, richtet sich die Haftung für Verletzungen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses auch grundsätzlich gegen den Emittenten. Die enge Verknüpfung von Insiderrecht und Publizitätsregime lässt es aber bedenkenswert erscheinen, für den Fall der Instrumentalisierung von Publizitätspflichtverletzungen zur Ermöglichung des Insiderhandels hiervon eine Ausnahme vorzusehen.⁴³¹

IV. *Kapitalmarktbezogene Handlungs- und Unterlassungspflichten*

Im folgenden Abschnitt sollen exemplarisch für die sonstigen Handlungs- und Unterlassungspflichten einige besonders wichtige und stark diskutierte Pflichten des öffentlichen Kapitalmarktrechts herausgegriffen werden. Im Vordergrund steht zunächst das Verbot der Marktmanipulation und sodann ausgewählte Verhaltenspflichten des Übernahmerechts.

Im Rahmen der Marktmanipulation wird das informationsbezogene Verbot des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments einzuwirken, nicht mehr näher untersucht. Die Wirkung als eingeschränktes Schutzgesetz für den Fall der massenhaften Verbreitung fehlerhafter freiwilliger Information sowie bei Veröffentlichung falscher solicited Ratings wurde bereits dargestellt.⁴³²

1. *Verbotene Geschäfte (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG)*⁴³³

a) *Ausgestaltung des Tatbestands und Ausnahmen*

Nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG ist es verboten, Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den

⁴³⁰ Dazu oben S. 321.

⁴³¹ Empirische Untersuchungen belegen einen Zusammenhang zwischen aktienoptionsbasierter Vergütung und der Häufigkeit von Fehlinformationen des Marktes, siehe *Burns/Kedia*, 79 J. Fin. Econ. 35 (2006). Ausführlich zu den rechtlichen Konsequenzen unten S. 436 ff.

⁴³² Siehe vorstehend S. 311 ff. (Rating) und S. 314 ff. (fehlerhafte freiwillige Informationen).

⁴³³ Zu Hintergrund und Geschichte des § 20a WpHG siehe oben S. 75.

Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Konkretisiert werden die beiden Tatbestandsalternativen durch § 3 MaKonV. Die Erscheinungsformen handelsgestützter (trade-based) Marktmanipulation sind vielfältig. Dabei lassen sich Techniken, die auf fiktiven Geschäften basieren von solchen unterscheiden, denen effektiven Geschäften zugrunde liegen.⁴³⁴ Vom Tatbestand des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG werden nur solche Geschäfte erfasst, die darauf abzielen, ein künstliches Preisniveau herbeizuführen,⁴³⁵ so dass etwa das Ausnutzen marktbeherrschender Stellungen (cornering oder squeezing)⁴³⁶ nicht unter den Tatbestand fällt.⁴³⁷

Besondere Bedeutung kommt den gesetzlichen Ausnahmen zu, die eigentlich marktmanipulative Techniken im Einzelfall unter engen Voraussetzungen gestatten. So sieht etwa § 20a Abs. 3 WpHG i.V.m. Art. 3 ff. und Art. 7 ff. der Marktmissbrauchs-Durchführungsverordnung (EG) Nr. 2273/2003⁴³⁸ weitgehende Ausnahmen für Aktienrückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen im Sinne einer Safe Harbor-Regelung vor.⁴³⁹ Folge dieser Ausnahmeregelung sind wiederum spezifische Publizitätspflichten im Vorfeld gemäß Art. 4 Abs. 4 Marktmissbrauchs-Durchführungsverordnung⁴⁴⁰ bzw. Anhang III Punkt 5.2.5 und 6.5/Anhang X Punkt 29.2.4 und 30.5 ff. der Prospektverordnung (EG) 809/2004.⁴⁴¹ Diese Publizitätsakte informieren die Anleger im Vorfeld, dass es zu besonderen Handelsaktivitäten mit eigentlich marktmanipulierendem Charakter kommen *kann*. Die Pflichten haben den Charakter von Warnungen vor manipulationsbedingten Kursveränderungen. Sie dienen damit dem direkten Schutz des Anlegervermögens und haben drittschützenden Charakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB. Eine pflichtwidrige Nichtveröffentlichung führt dagegen dazu, dass die manipulative Handlung selbst unter das Verbot des § 20a WpHG fällt.

⁴³⁴ Für Einzeldarstellungen siehe *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) (2006), S. 24 ff.; *ders.*, WM 2007, 2046, 2047; *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt (2007), S. 44 ff.

⁴³⁵ Für ein Beispiel siehe *Allen/Gale*, 5 Rev. Fin. Stud. 503 (1992): Ein Manipulator ohne Sonderwissen kann die Preise dadurch beeinflussen, dass Dritte ihn für einen Insider halten und seinem Beispiel folgen.

⁴³⁶ Dazu etwa *Jarrow*, 27 J. Fin. & Quant. Anal. 311 (1992).

⁴³⁷ *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) (2006), S. 303 f.

⁴³⁸ Zur Rechtslage vor dem AnSVG *Vogel*, WM 2003, 2437.

⁴³⁹ *Bingel*, Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen (2007), S. 158 ff., insbes. S. 162 ff.

⁴⁴⁰ *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 20a Rn. 202.

⁴⁴¹ *Bingel*, Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen (2007), S. 179 ff. Die Veröffentlichungspflicht nach Art. 9 Abs. 1 S. 1 Marktmissbrauchs-Durchführungsverordnung tritt gemäß Satz 2 hinter die prospektrechtliche Veröffentlichungspflicht zurück.

b) Haftungsrechtliche Relevanz

Der Streit um die Schutzgesetzeigenschaft des § 20a WpHG wurde bereits im Allgemeinen Teil behandelt.⁴⁴² Vor dem Hintergrund des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses kann diese Frage neu beantwortet werden. Da handelsbezogene Manipulationstechniken zu ihrer Wirksamkeit stets eines gewissen Transaktionsvolumens bedürfen,⁴⁴³ erscheint es gerechtfertigt, parallel zu der bei den beteiligungsrechtlichen Meldepflichten getroffenen Wertung⁴⁴⁴ grundsätzlich eine Einbeziehung des handelnden Manipulators in das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis anzunehmen. Für eine haftungsrechtliche Einbeziehung spricht auch, dass es aus Sicht des geschädigten Anlegers keinen Unterschied macht, ob er deshalb zu einem verzerrten Preis erwirbt/veräußert, weil ein Großanleger seinen gesetzlichen Meldepflichten nicht nachgekommen ist oder weil dieser durch sein Handelsverhalten den Marktpreis direkt beeinflusst hat. Auf der anderen Seite zeigen die gesetzlichen Ausnahmen für bestimmte Kursstabilisierungs- und Finanzierungsmaßnahmen, dass nach der gesetzlichen Wertung handelsgestützte Marktmanipulationstechniken, anders als die oben dargestellten standardisierten Informationspflichten,⁴⁴⁵ grundsätzlich einer Abwägung zugänglich sind, bei der im Einzelfall die Anlegerinteressen hinten stehen müssen. Hinzu kommt, dass ein tätigkeitsbezogener Manipulationstatbestand, anders als informationsgestützte Manipulationen im Sinne von § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, nur unter der Annahme vorsätzlichen Handelns sinnvoll eingegrenzt werden kann.⁴⁴⁶ Bei vorsätzlichem Handeln gelten aber nach allgemeiner Ansicht geringere Anforderungen an die Bejahung eines Individualschutzes.⁴⁴⁷ Daher bestehen keine Bedenken, vorsätzliche Verstöße gegen das Verbot der handelsbasierten Marktmanipulation zum kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis zu rechnen.

⁴⁴² Siehe oben S. 76 f.

⁴⁴³ Vgl. die empirische Untersuchung von *Oehler/Häcker*, ZfB 2004, 461 zum Kurseinfluss von Blocktrades verschiedener Größenordnung.

⁴⁴⁴ Oben S. 295.

⁴⁴⁵ Eine Ausnahme bildet hier die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, die ebenfalls auf das Haftungsrecht durchschlägt, vgl. oben S. 262.

⁴⁴⁶ *Eichelberger*, WM 2007, 2046, 2053. Zu weit gehend ist aber die Forderung nach *dolus directus* 1. Grades.

⁴⁴⁷ Ausführlich oben S. 48 f.; S. 204 f. und S. 210.

2. Verbot von Täuschungshandlungen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG)

a) Ausgestaltung des Tatbestands

Noch schwieriger zu fassen ist das Verbot des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG, sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments einzuwirken. Täuschungshandlungen im Sinne von § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG sind solche Handlungen, die einen verständigen Anleger auf dem betreffenden Markt über die dort bestehenden wirtschaftlichen Verhältnisse in die Irre zu führen geeignet sind.⁴⁴⁸ Teilweise wird vertreten, es stelle bereits eine objektive Täuschungshandlung im Sinne dieser Norm dar, wenn ein Großaktionär zum Zwecke der Liquiditätsbeschaffung ein Aktienpaket veräußere und dadurch bei anderen der Eindruck entstehe, der Großaktionär verfüge über negative Insiderinformationen.⁴⁴⁹ Dem liegt allerdings eine Verkennung des Unterschieds zwischen Täuschung und Irrtum bzw. darüber, dass jeder Irrtum durch eine Täuschung verursacht sein müsse, zugrunde. Eine Täuschungshandlung nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG setzt einen Irrtum nicht voraus, die Einschränkung des Tatbestands geschieht vielmehr durch das Merkmal der Eignung zur Einwirkung auf das Schutzgut, die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung.⁴⁵⁰ Marktkonforme Handlungsweisen wie einfache Blocktrades fallen daher grundsätzlich nicht unter den Tatbestand, selbst wenn sie zu einer Preisänderung führen oder aufgrund einer Insiderinformation geschehen. Denn Insiderhandel wird nicht durch § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG, sondern durch die Offenlegungspflicht des Emittenten nach § 15 WpHG unterbunden.

Wichtigstes Beispiel für eine Manipulation nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG ist das sog. *Scalping*, also die gezielte Kursbeeinflussung durch öffentliche Anlageempfehlungen, zumeist mit dem Ziel, zuvor selbst erworbene Finanzinstrumente nach der durch die eigene Empfehlung ausgelösten Kurssteigerung wieder gewinnbringend zu veräußern bzw. um den durch Warnung vor einem Finanzinstrument gedrückten Kurs zum günstigen Kauf auszunutzen.⁴⁵¹ Früher wurde *Scalping* vielfach als Insiderdelikt eingeordnet,⁴⁵² der BGH hat allerdings entschieden, dass es sich um einen Fall der Kursmanipulation im Sinne des Auffangtatbestands nach (jetzt) § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG handelt.⁴⁵³

⁴⁴⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 20a Rn. 166.

⁴⁴⁹ So Eichelberger, WM 2007, 2046, 2051.

⁴⁵⁰ Vogel, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), § 20a Rn. 166.

⁴⁵¹ Zur Begriffsdefinition Vogel, NStZ 2004, 252.

⁴⁵² Siehe die Nachweise bei Fleischer, DB 2004, 51.

⁴⁵³ BGHSt 48, 375 = NJW 2004, 302. Vor dem Hintergrund der Reform des Insiderrechts durch das AnSVG ist diese Einordnung allerdings fraglich geworden.

b) Haftungsrechtliche Relevanz

Für die Marktmanipulation nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG gelten im Wesentlichen dieselben Erwägungen wie für die handelsbasierte Manipulation: Sofern es zu vorsätzlichen Verstößen kommt, handelt es sich zugleich um eine Verletzung des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, die gegenüber den durch den manipulierten Preis geschädigten Anlegern zum Schadensersatz verpflichtet. Dies gilt im besonderen Maße für Scalper. Typischerweise wird es sich dabei um Marktintermediäre handeln, die als Finanzanalysten tätig sind oder deren Stellung einem solchen zumindest angenähert ist. Sofern daher eine falsche Aussage im Rahmen einer Finanzanalyse Grundlage des Scalping ist, greift die Haftung bereits aus den oben genannten Erwägungen.⁴⁵⁴ Werden dagegen im Kern richtige Aussagen in einer Weise und mit der Absicht verbreitet, den Kurs weg vom fundamental gerechtfertigten Wert zu beeinflussen,⁴⁵⁵ begründet § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG die zivilrechtliche Haftung des Scalpers.

3. Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots

a) Tatbestand des Pflichtangebots

Nach § 35 WpÜG hat derjenige, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle im Sinne von § 29 Abs. 2 WpÜG über eine Aktiengesellschaft erlangt, dies unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, zu veröffentlichen und innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der BaFin eine Angebotsunterlage zu übermitteln und nach § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG ein Angebot zu veröffentlichen. Praktische Schwierigkeiten dabei bereitete bisher die Feststellung, wann eine Kontrollenerlangung aufgrund eines abgestimmten Verhaltens im Sinne von § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert) vorliegt.⁴⁵⁶ Nach der durch das Risikobegrenzungs-gesetz⁴⁵⁷ eingeführten Legaldefinition setzt ein abgestimmtes Verhalten voraus, „dass der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Aus-

⁴⁵⁴ Siehe S. 307 f.

⁴⁵⁵ Dies dürfte nur in Zeiten möglich sein, in denen die Voraussetzungen der semi-starken Informationseffizienz nicht gegeben sind, also insbesondere in hot markets, vgl. dazu S. 114 und S. 130 ff.

⁴⁵⁶ Dazu BGHZ 169, 98, 105 ff.; OLG Frankfurt NZG 2007, 553, 556; *Schneider*; WM 2006, 1321; *ders.*, ZGR 2007, 440. Siehe auch *von Bülow/Bücker*, ZGR 2004, 669. Monographisch *Weiß*, Der wertpapierhandelsrechtliche und übernahmerechtliche Zurechnungstatbestand des acting in concert (2007).

⁴⁵⁷ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz), siehe Beschlussempfehlung BT-Drucks. 16/9778.

richtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken.“⁴⁵⁸ Ob diese Legaldefinition die erwünschte Rechtssicherheit bringen wird, darf bezweifelt werden – zumal nur eine notwendige Bedingung („Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus“) definiert wurde und unklar bleibt, ob dies auch in jedem Falle hinreichend ist oder ob weitere Bedingungen hinzutreten müssen.

b) Zivilrechtliche Relevanz einer Verletzung der Angebotspflicht

Umstritten ist, ob den Aktionären der Zielgesellschaft subjektive Rechte bei einer Verletzung dieser Angebotspflicht zustehen und wie diese Rechte bejahendenfalls ausgestaltet sind. Die wohl überwiegende Auffassung verneint eine zivilrechtliche Relevanz des Pflichtangebots grundsätzlich.⁴⁵⁹ Teilweise wird auch die Auffassung vertreten, die Nichtabgabe eines Pflichtangebots könne einen Schadensersatzanspruch auf Abgabe des Angebots (und Abnahme der Aktien gegen Zahlung des gesetzlich bestimmten Preises) entweder aus § 823 Abs. 2 BGB oder aus § 311 Abs. 2 i.V.m. § 280 BGB auslösen.⁴⁶⁰ Der BGH hat obiter dictum „von der selbst nicht individuell einklagbaren ‚Gegenleistung‘“ gesprochen,⁴⁶¹ womit wohl ausgedrückt werden sollte, dass § 35 WpÜG keinen zivilrechtlichen Anspruch auf Abgabe eines Angebots vermittele.⁴⁶²

Vor dem Hintergrund der hiesigen Analyse des öffentlichen Kapitalmarktrechts auf seine Schutzwirkung zugunsten des einzelnen Anlegers erscheint es erstaunlich, dass man an der zivilrechtlichen Relevanz des Pflichtangebots zweifeln kann. Die Verfechter fehlender zivilrechtlicher Wirkung berufen sich auf den Wortlaut des § 35 WpÜG, der die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht erwähnt sowie auf die „kapitalmarktrechtliche Ausrichtung“ der Norm.⁴⁶³ Diese Einwände vermögen freilich kaum zu überzeugen, denn Ka-

⁴⁵⁸ Kritisch zur Formulierung des RegE *Diekmann/Merkner*, NZG 2007, 921 ff.; *Drinkuth*, ZIP 2008, 676; *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 196 ff.; *Schockenhoff/Wagner*, NZG 2008, 361, 364 f.; *Wilsing/Goslar*, DB 2007, 2467 ff.

⁴⁵⁹ *Faden*, Das Pflichtangebot (2008), S. 301 ff.; *Habersack*, ZHR 166 (2002), 619, 621 f.; *Hecker*, ZBB 2004, 41, 49, 51; *Hommelhoff/Witt*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 35 Rn. 109 (anders noch in der 1. Aufl.: Schutzgesetz nach § 823 Abs. 2 BGB); *Krause*, NJW 2004, 3681, 3688; *Pohlmann*, ZGR 2007, 1, 9 ff.; *Schnorbus*, WM 2003, 657, 663; *Simon*, Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG (2005), S. 216, 252 ff., 339 f.; *ders.*, NZG 2005, 541 ff.

⁴⁶⁰ *Ekkenga/Schulz*, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 35 Rn. 75; *Ihrig*, ZHR 167 (2003), 315, 349; *von Bülow*, in: KK-WpÜG (2003), § 35 Rn. 199; *Schütz*, Pflichtangebote an Aktionäre (2005), S. 175 f.; *Zschocke/Berresheim*, BKR 2004, 301, 307 f.

⁴⁶¹ BGHZ 169, 98, 102.

⁴⁶² Denn dass ein vertragsrechtlicher Anspruch auf Zahlung der Gegenleistung nach Abgabe und Annahme eines Pflichtangebots besteht, steht außerhalb jeder Diskussion.

⁴⁶³ *Pohlmann*, ZGR 2007, 1, 11; *Schorbus*, WM 2003, 657, 663.

pitalmarktrecht lässt sich heutzutage nicht mehr als alleiniges öffentliches Recht qualifizieren, wie jenseits aller Streitigkeiten über die haftungsrechtliche Relevanz von Einzelnormen die spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen des Kapitalmarktdeliktsrechts beweisen. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass das Gesetz auch keine ausdrückliche Kompetenz der BaFin vorsieht, die Angebotspflicht durchzusetzen, die Nichtabgabe des Pflichtangebots selbst insbesondere keine Ordnungswidrigkeit darstellt.⁴⁶⁴ Ob die BaFin die Angebotspflicht aufgrund der Generalklausel des § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG durchsetzen darf, ist umstritten.⁴⁶⁵ Damit ist noch nicht einmal sicher, ob die Angebotspflicht überhaupt (auch) öffentlich-rechtlichen Charakter hat.⁴⁶⁶ Der Wortlaut des § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG enthält zwar nicht die Wortfolge „Aktionäre der Zielgesellschaft“, jedoch einen Verweis auf § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG, der die Pflicht zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage und damit des Angebots im Sinne von § 145 BGB statuiert. Und § 35 Abs. 2 S. 3 WpÜG regelt, welche „Aktien“ von der Angebotspflicht ausgenommen sind. Da „Aktien“ aber als Rechte untaugliche Adressaten eines Angebots sind, ist damit gemeint, dass den Inhabern dieser Aktien kein Angebot zu machen ist, woraus im Umkehrschluss folgt, dass den Inhabern aller anderen Aktien ein Angebot zu machen ist. Damit legt bereits eine nur am Wortlaut orientierte Auslegung eine zivilrechtliche Angebotspflicht nahe.⁴⁶⁷ Dieses Ergebnis wird bestätigt, wenn man nicht nur auf den Wortlaut der Norm schaut, sondern auch ihren Sinn und Zweck berücksichtigt: Der Mechanismus des Pflichtangebots ist die klassische Ausprägung des Exit-Rechts der Aktionäre⁴⁶⁸ und dient dem Konzerneingangsschutz,⁴⁶⁹ der nichts anderes

⁴⁶⁴ Nach § 60 Abs. 1 Nr. 2 a) WpÜG handelt ordnungswidrig, wer die Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt. Die Veröffentlichungspflicht nach § 35 Abs. 2 S. 1 letzter HS WpÜG ist dagegen gerade nicht sanktioniert.

Daneben ordnet § 59 S. 1 WpÜG einen Rechtsverlust an, der unstreitig zivilrechtlich (sprich: gesellschaftsrechtlich) relevant ist, siehe nur OLG Frankfurt NZG 2007, 553, 555.

⁴⁶⁵ Zum Streitstand statt aller *Hommelhoff/Witt*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 35 Rn. 104 mit Fn. 144.

⁴⁶⁶ Es sprechen allerdings gute Gründe dafür, eine öffentlich-rechtliche Seite der Angebotspflicht und damit eine Kompetenz der BaFin nach § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG anzunehmen. Nur de lege ferenda für eine Anordnungskompetenz der BaFin aber *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 113.

⁴⁶⁷ Für eine solche insbesondere auch *Seibt*, ZIP 2004, 1829, 1835; *ders.*, ZIP 2003, 1865, 1873 f.; *Wagner*, NZG 2003, 718, 719.

⁴⁶⁸ *Davies/Hopt*, in: Kraakman et al., *Anatomy of Corporate Law* (2004), p. 157, 178: „a right to exit the company“. Allgemein zu Exit und Voice als Governance-Mechanismen oben S. 151 f.

⁴⁶⁹ *Fleischer*, NZG 2002, 545, 547; *Hommelhoff/Kleindiek*, AG 1990, 106, 108; *Hommelhoff*, in: FS Semler (1993), S. 455, 459 ff.; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 386; *Kleindiek*, ZGR 2002, 546, 554; *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1226.

darstellt als Minderheitenschutz. Wie *Mülbert/Schneider* überzeugend dargelegt haben, entsteht mit der Kontrollerlangung ein gesetzliches Schuldverhältnis zwischen dem Kontrollerwerber und den außenstehenden Aktionären.⁴⁷⁰ Dies entspricht den obigen Ausführungen, wonach als Kehrseite der Bedeutung aktiver Aktionäre für die Corporate Governance des Emittenten eine gesteigerte Verpflichtung dieser Aktionäre folgt, insofern sie damit selbst Teil der materiellen Unternehmensleitung werden.⁴⁷¹

c) *Recht auf Erhalt eines Angebots als negatorischer Anspruch*

Wenn man die Angebotspflicht des § 35 Abs. 2 WpÜG daher als Ausprägung des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses begreift, folgt daraus allerdings noch nicht ihre *deliktsrechtliche* Einordnung. Ihrem Wesen nach handelt es sich vielmehr um einen negatorischen Anspruch analog § 1004 BGB, nämlich auf Abgabe des Angebots. Es ist vor dem Hintergrund der Abgrenzung von negatorischer Haftung und Schadensersatzhaftung⁴⁷² auch nicht überzeugend, dem Anleger über § 823 Abs. 2 BGB einen Anspruch auf Schadensersatz „wegen Nichterfüllung“ in Form von Naturalrestitution durch Nachholung des unterlassenen Angebots zuzugestehen. Damit liegt das Pflichtangebot außerhalb des Untersuchungsgegenstands dieser Abhandlung, so dass die Ausführungen in den folgenden Kapiteln darauf keine Anwendung finden.

4. *Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten*

a) *Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft*

Unternehmensübernahmen gehen häufig mit einem Wechsel des Managements einher, weshalb Vorstand und Aufsichtsrat versucht sind, gegen Übernahmen vorzugehen. Bezüglich der Verteidigungsmaßnahmen können einerseits präventive Maßnahmen ohne Bezug zu einem unmittelbar drohenden Übernahmeangebot und andererseits konkrete Abwehrmaßnahmen gegen ein laufendes Angebot unterschieden werden.⁴⁷³ Im Vorfeld sind nach h.M. strukturelle Abwehrmaßnahmen nach den allgemeinen Regeln des Aktienrechts zu beurteilen,⁴⁷⁴ Einschränkungen ergeben sich etwa aus § 53a AktG.⁴⁷⁵

⁴⁷⁰ *Mülbert/Schneider*, WM 2003, 2301, 2308 ff.

⁴⁷¹ Siehe oben S. 295.

⁴⁷² Vgl. *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 86 I 2 a) (S. 674); *Picker*, in: FS Lange (1992), S. 625, 637 ff.; *ders.*, in: FS Canaris (2007), Bd. 1, S. 1001, 1032 ff.

⁴⁷³ *Hopt*, ZGR 1993, 534, 545 ff.

⁴⁷⁴ *Bayer*, ZGR 2002, 588, 598; *von Falkenhausen*, NZG 2007, 97, 100; *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 33 Rn. 37; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 422 f., 425.

⁴⁷⁵ OLG Celle WM 2006, 1726 mit Anm. *Hellgardt*, in: WuB II A. § 53a AktG 1.06.

Gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG darf der Vorstand der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte (sog. Neutralitätspflicht).⁴⁷⁶ Ratio einer solchen Verpflichtung ist es, den freien Entscheidungsprozess der Aktionäre der Zielgesellschaft, ob sie das Angebot annehmen oder ausschlagen wollen, nicht zu beeinträchtigen.⁴⁷⁷ Wie so oft, ist das wichtigste an diesem Prinzip seine Durchbrechung: Nach § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG gilt die Neutralitätspflicht nicht für solche Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte, für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot sowie für Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat. Des Weiteren kann die Hauptversammlung nach § 33 Abs. 2 WpÜG den Vorstand zu Abwehrmaßnahmen, auch im Wege eines für 18 Monate geltenden Vorratsbeschlusses, ermächtigen. Während die Zustimmung der Hauptversammlung mit dem Modell des Letztentscheidungsrechts der Aktionäre grundsätzlich noch vereinbar ist,⁴⁷⁸ begegnet die Ausnahme des § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG insoweit Bedenken.⁴⁷⁹

Vor dem Hintergrund auch international uneinheitlicher Regelungen⁴⁸⁰ sieht die Europäische Übernahmerichtlinie 2004/25/EG in Art. 9 zwar eine strenge Neutralitätspflicht vor,⁴⁸¹ ermöglicht aber im Rahmen eines Opt-Out/Opt-In Modells in Art. 12 den Mitgliedstaaten, aus der Regelung auszuoptieren und in diesem Falle einzelnen Unternehmen, wieder einzuoptie-

⁴⁷⁶ Grundlegend zur Neutralitätspflicht für das deutsche Recht *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre (1958), S. 14 ff., 139 ff.

⁴⁷⁷ *Davies/Hopt*, in: Kraakman et al., *Anatomy of Corporate Law* (2004), p. 157, 164 et seq.

⁴⁷⁸ Praktisch ist diese Regelung allerdings bisher bedeutungslos geblieben, vgl. *Hartmut Schmidt/Prigge/Suckel*, in: FS Drukarczyk (2003), S. 331, 344 f. Siehe aber LG München I AG 2005, 261, wonach ein Vorratsbeschluss nach § 33 Abs. 2 WpHG nichtig ist, wenn nicht die im Zuge der Holz Müller-Rechtsprechung entwickelten Berichtspflichten erfüllt werden. In der Sicht des Praktikers *Drinkuth*, AG 2005, 597, 606 reduziert dies die Attraktivität und Praktikabilität von Ermächtigungsbeschlüssen nahezu auf Null.

⁴⁷⁹ Krit. insbesondere *Baum*, RIW 2003, 421, 423 f., 433 mit dem Argument, die Neutralitätspflicht sei ein funktionelles Gegengewicht zum Pflichtangebot. Die Erlaubnis von Abwehrmaßnahmen im US-amerikanischen Recht sei dem Fehlen eines Pflichtangebots geschuldet und könne nicht unbesehen in ein Pflichtangebotsystem übertragen werden.

⁴⁸⁰ Rechtsvergleichend *Gordon*, in: Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch, *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 541, 548 et seq.; *Hopt*, ZGR 1993, 534, 548 f.

⁴⁸¹ Dafür insbesondere *High Level Group*, Bericht vom 10.1.2002, Kapitel I, 4.1 (S. 30 ff.).

ren.⁴⁸² Deutschland hat bei der Umsetzung von dem Opt-Out-Recht Gebrauch gemacht und ermöglicht den Emittenten, nach § 33a WpÜG in der Satzung ein „Europäisches Verhinderungsverbot“ einzuführen, das gemäß § 33c WpÜG durch Hauptversammlungsbeschluss unter den Vorbehalt der Gegenseitigkeit gestellt werden kann.⁴⁸³ Dieses Verhinderungsverbot bezieht sich gemäß § 33a Abs. 2 S. 1 WpÜG auf Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft. Neben den auch nach § 33 WpÜG zulässigen Maßnahmen (mit Ausnahme der Ermächtigung durch den Aufsichtsrat), lässt § 33a Abs. 2 S. 2 Nr. 3 WpÜG auch solche Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs zu, die der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gefasst und teilweise umgesetzt wurden.

Von wesentlicher Bedeutung ist die Frage, welche Reichweite der Regelung des § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG zukommt, wonach der Aufsichtsrat den Vorstand zu Vereitelungsmaßnahmen ermächtigen darf. Dabei ist davon auszugehen, dass der Vorstand bei den dem Aufsichtsrat zur Zustimmung vorgelegten Maßnahmen selbst nicht frei ist, sondern die Pflichten des § 93 Abs. 1 S. 1 AktG beachten muss, wobei er sich wegen des Interessenkonflikts der feindlichen Übernahme nicht auf das unternehmerische Ermessen des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG berufen kann. Gleiches gilt für den Aufsichtsrat nach § 116 AktG.⁴⁸⁴

b) Haftungsrechtliche Relevanz

Nach h.M. kann ein Verstoß gegen die Neutralitätspflicht eine Schadensersatzhaftung der Organe nach §§ 93, 116 AktG gegenüber der Aktiengesellschaft auf Ersatz der Aufwendungen für die Abwehr auslösen.⁴⁸⁵ Ob § 33 WpÜG ein Schutzgesetz zugunsten der Aktionäre ist, ist umstritten.⁴⁸⁶

Für eine solche Schutzgesetzeigenschaft spricht, dass § 33 WpÜG gerade dazu dient, die sich bei feindlichen Übernahmen typischerweise in

⁴⁸² Dazu Maul, NZG 2005, 151, 152 ff.; krit. *Enriques*, ECFR 2004, 440, 455.

⁴⁸³ Dazu *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1288.

⁴⁸⁴ *Hirte*, ZGR 2002, 623, 642 ff.; für ein unternehmerisches Ermessen aber *Grunewald*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/07), § 33 Rn. 91.

⁴⁸⁵ *Grunewald*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/07), § 33 Rn. 91; *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 33 Rn. 159; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 16.

⁴⁸⁶ Dafür: *Ekkenga*, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 33 Rn. 37; *Hirte*, ZGR 2002, 623, 655; *ders.*, in: KK-WpÜG (2003), § 33 Rn. 160; *Röh*, in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 33 Rn. 210; dagegen: *Bürgers/Holzborn*, ZIP 2003, 2273, 2279; *Grunewald*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/07), § 33 Rn. 93; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 33 Rn. 312; *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 33 Rn. 88. Gegen die Schutzgesetzeigenschaft von § 33a WpÜG *Kießwetter*, Die Entscheidung der Aktionäre über die Abwehr von Übernahmen (2008), S. 195, der aber Schadensersatzansprüche aufgrund von „Aktionärsklagen“ zulassen möchte.

einem Interessenkonflikt befindende Verwaltung auf die Interessen der eigenen Aktionäre festzulegen. Da Abwehrmaßnahmen erhebliche Gefahren für das durch den Börsenkurs widergespiegelte Vermögen der Aktionäre haben können, etwa wenn eine mögliche Unternehmenswertsteigerung durch übernahmebedingte Synergien verhindert wird, besteht in dieser Situation auch ein wirtschaftliches Näheverhältnis, dem kein entsprechendes gesellschaftsrechtliches Näheverhältnis entspricht, da die Pflichten des § 93 AktG nach h.M. auch in der Übernahmesituation keine Schutzwirkung zugunsten der Aktionäre entfalten.⁴⁸⁷ Damit besteht die typische Schutzlücke, die es rechtfertigt, den § 33 WpÜG als Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses anzusehen und ihm Schutzwirkung zugunsten der Anleger zuzuerkennen. Dafür spricht auch, dass die erfolgreiche Verhinderung eines Übernahmeangebots unter Verstoß gegen § 33 WpÜG die Anleger der Zielgesellschaft, die das Angebot bereits angenommen hatten (und etwa wegen Verfehlung der Mindestannahmeschwelle ihre Aktien nicht zum Angebotspreis verkaufen konnten), gerade im Sinne einer Vermögensdifferenz zwischen dem Angebotspreis und dem nach endgültiger Abwehr bestehendem Börsenkurs, zu dem sie ihre Anteile nur noch liquidieren können, schädigt.⁴⁸⁸

5. Allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungspflicht?

Teilweise wird vertreten, aus den in den einzelnen Kapitalmarktgesetzen niedergelegten Gleichbehandlungspflichten wie § 3 Abs. 1 WpÜG und dem Insiderrecht sei ein allgemeines kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsprinzip abzuleiten.⁴⁸⁹

Gegen die Annahme, die einzelnen Gleichbehandlungspflichten bildeten ein einheitliches Prinzip, dem eine eigenständige, d.h. über den originären Regelungsbereich der einzelnen Gleichbehandlungspflichten hinausreichender Anwendungsbereich zukomme, spricht der Charakter des Kapitalmarktrechts als auf den Wettbewerbsprozess gerichtetes Marktrecht. So erhalten die Pflichten des hier postulierten kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses den Emittenten ihre wirtschaftliche Handlungsfreiheit und dienen lediglich der effektiven Durchsetzung einer marktbasierten Zweckmäßigkeitkontrolle, indem ein unverfälschter Wettbewerbsprozess

⁴⁸⁷ A.A. etwa *van Aubel*, Vorstandspflichten bei Übernahmeangeboten (1996), S. 128 ff.

⁴⁸⁸ Zur Schadensberechnung im Übernahmerecht allgemein unten S. 510 ff.

⁴⁸⁹ *Mehring*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip (2007), S. 144 ff.; mit stärker gesellschaftsrechtlichem Bezug *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften (2006), S. 557 ff.; krit. *Bachmann*, ZHR 170 (2006), 144, 172 f.

gewährleistet wird.⁴⁹⁰ Gleichbehandlungspflichten, wie etwa das Publizitätsprinzip, das für eine gleichmäßige Information aller Anleger sorgt, kommen dabei nur insoweit vor, als sie den Organwaltern und Marktintermediären eine Übervorteilung der Anleger im Wettbewerb untersagen. Dies zu gewährleisten genügt aber der individualschützende Charakter der Publizitätspflichten. Die Statuierung weitergehender Gleichbehandlungspflichten mit haftungsrechtlicher Sanktion ist zur Herstellung eines Gleichlaufs wirtschaftlicher und rechtlicher Näheverhältnisse dagegen nicht erforderlich.⁴⁹¹

⁴⁹⁰ Ausführlich oben S. 223 f.

⁴⁹¹ Gegen eine eigenständige haftungsrechtliche Sanktionierung eines kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungssatzes auch *Mehring*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip (2007), S. 167 ff.

§ 9 Anspruchsberechtigte

Eine wesentliche Stellschraube zur Verhinderung einer ausufernden Haftung ist der Umfang des Kreises der Anspruchsberechtigten. Denn durch eine eindeutige Definition der geschützten Personen wird zugleich die im Rahmen der Haftung für reine Vermögensschäden geforderte Vorhersehbarkeit¹ gewährleistet, indem der Haftpflichtige ex ante in etwa absehen kann, wie viele potentielle Klagen er im Falle einer Pflichtwidrigkeit zu gewärtigen hat und in welcher Dimension sich sein finanzielles Risiko bewegt.

I. Handel mit Finanzinstrumenten als Anknüpfungspunkt

1. Anspruchsberechtigung bei der spezialgesetzlichen Haftung

a) Transaktionserfordernis als Anspruchsvoraussetzung

Allen spezialgesetzlich geregelten Kapitalmarktdelikten ist gemein, dass nur solche Anleger anspruchsberechtigt sind, die in den betreffenden Finanzinstrumenten Handel getrieben haben. So ist nach § 44 Abs. 1 S. 1 und 3, Abs. 2 S. 1 BörsG jeweils der „Erwerber“ von Wertpapieren anspruchsberechtigt und nach § 127 InvG derjenige, der Anteile gekauft hat. Gemäß §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG sind „Dritte“ anspruchsberechtigt, wenn sie die Finanzinstrumente nach der Unterlassung/fehlerhaften Veröffentlichung erwerben und bei Bekanntwerden der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente sind oder die Finanzinstrumente vor dem Entstehen der Insiderinformation/der fehlerhaften Veröffentlichung erwerben und nach der Unterlassung/vor dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit veräußern.² Schließlich ist bei der Haftung nach §§ 12, 13 WpÜG derjenige aktivlegitimiert, der das Angebot angenommen hat oder dessen Aktien dem Bieter nach § 39a WpÜG übertragen worden sind.

¹ Dazu oben S. 207.

² Rechtsvergleichendes Vorbild ist die „Birnbaum-Rule“ des US-Rechts, wonach im Rahmen eines Schadensersatzanspruchs aus Rule 10b-5 nur anspruchsberechtigt ist, wer ein Wertpapier gekauft oder verkauft hat; grundlegend *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 f.2d 461 (2d Cir. 1952), *cert. denied*, 343 U.S. 956.

Im Rahmen der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität hat sich dafür die Bezeichnung „Transaktionserfordernis“ herausgebildet.³ Wie gesehen handelt es sich dabei aber nicht um eine Besonderheit der §§ 37b, 37c WpHG, sondern um eine gemeinsame Voraussetzung aller spezialgesetzlichen Kapitalmarktdeliktstatbestände.

b) Kritik am Transaktionserfordernis

Während die Beschränkung auf Erwerber/Käufer bei der Prospekthaftung allgemein akzeptiert wird, sind das Transaktionserfordernis der §§ 37b, 37c WpHG sowie der Ausschluss derjenigen Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot nicht angenommen haben, auf rechtspolitische Kritik gestoßen.

Hinsichtlich der §§ 37b, 37c WpHG ist insbesondere der Ausschluss solcher Anleger, die sich durch die fehlerhafte Meldung von der Veräußerung ihres Wertpapiers haben abhalten lassen, kritisiert worden.⁴ In die gleiche Richtung zielen die Ausführungen, die der BGH obiter dictum in der EM.TV-Entscheidung gemacht hat, „dass solche Altanleger, die durch eine unerlaubte Handlung des Vorstands nachweisbar von dem zu einem bestimmten Zeitpunkt fest beabsichtigten Verkauf der Aktien Abstand genommen haben, selbstverständlich nicht den Erwerbspreis als Schadensersatz beanspruchen könnten, sondern den hypothetischen Verkaufspreis zum Kurs an dem ursprünglich geplanten Verkaufstermin (gegen Überlassung der etwa noch vorhandenen Aktien oder unter Anrechnung des zwischenzeitlich etwa tatsächlich erzielten Verkaufserlöses)“.⁵ Daneben wurde aber auch kritisiert, dass nach den §§ 37b, 37c WpHG solche Anleger nicht anspruchsberechtigt sind, die ihre Finanzinstrumente zu einem verfälschten Preis gekauft und noch vor Aufklärung der Fehlinformation wieder weiterverkauft haben.⁶

Bezüglich der fehlenden Anspruchsberechtigung der Aktionäre, die das übernahmerechtliche Angebot nicht angenommen haben, ist eingewandt worden, es sei kein Grund ersichtlich, warum diese Aktionäre weniger schutzwürdig sein sollten als diejenigen, die das Angebot angenommen

³ Baums, ZHR 167 (2003), 139, 177.

⁴ Baums, ZHR 166 (2002), 375, 379; Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 107; Reichert/Weller, ZRP 2002, 49, 55. Siehe auch den Entwurf eines § 79 Abs. 4 BörsG, wonach auch Anlegern, die durch eine falsche Darstellung davon abgehalten werden, Aktien zu veräußern, ein Anspruch zustehen sollte, bei Baums, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 186.

⁵ BGH NJW 2005, 2450, 2453; dagegen bereits Kowalewski/Hellgardt, DB 2005, 1839, 1842.

⁶ Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger, WM 2004, 1845, 1846; Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 106 f.

haben.⁷ Dem wird entgegengehalten, eine entsprechende Anwendung des § 12 WpÜG sei schon deshalb abzulehnen, weil die Umkehr der Beweislast nach § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG, wonach vermutet wird, dass die *Annahme* des Angebots auf Grund der Angebotsunterlage erfolgt ist, nicht entsprechend übertragbar sei. Dem Bieter sei es praktisch nicht möglich, den Nachweis zu erbringen, aus welchen Motiven eine *Ablehnung* des Angebots erfolgt ist.⁸

c) Funktion des Transaktionserfordernisses

aa) Zusammenhang mit dem Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung

Die am Transaktionserfordernis vorgebrachte Kritik kann im Ergebnis nicht überzeugen. Gegen sie spricht zunächst das vordergründige Argument, dass das Transaktionserfordernis entscheidend zu einer Eingrenzung der Zahl zu erwartender Haftungsklagen führt,⁹ weil ein Transaktionserfordernis – anders als etwa verstärkte Darlegungs- und Beweisanforderungen¹⁰ – bewirkt, dass eine Klage ohne Darlegung der Transaktion bereits unschlüssig ist, so dass sich der Beklagte erst gar nicht auf die Verteidigung einzulassen braucht, während bei grundsätzlicher Zulassung von Klagen nicht veräußernder Altanleger oder sogar potentieller Wertpapiererwerber eine Verteidigung im Einzelfall erforderlich ist, die bereits als solche einen Lästigkeitswert generiert.¹¹

Entscheidend ist aber, dass nach dem hier vertretenen Modell des Kapitalmarktdeliktsrechts die Freiheit der Anlageentscheidung aus dem Schutzbereich des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ausgeschieden und ausschließlich das Vermögen des Anlegers geschützt ist.¹² Damit ist eine Verletzung des relevanten Interesses überhaupt nur denkbar,

⁷ Steinhardt, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG² (2007), § 12 Rn. 35.

⁸ Möllers, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 82; Thoma, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand 05/04), § 12 Rn. 38. Nicht weiterführend erscheint der Vorschlag von Möllers (a.a.O., § 12 Rn. 83), den Aktionären, die das Angebot nicht angenommen haben, einen Anspruch aus bürgerlichrechtlicher Prospekthaftung zuzubilligen, denn auch die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung setzt voraus, dass der Anspruchsberechtigte eine Transaktion tätigt; Anleger, die es auf Grund eines Prospektmangels unterlassen haben, sich zu beteiligen oder sich von einer Anlage zu trennen sind nicht anspruchsberechtigt, siehe nur Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 174.

⁹ Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung (2005), S. 9, 113; Zimmer, WM 2004, 9, 16.

¹⁰ Dafür etwa Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 107. Siehe auch die zitierten Ausführungen des BGH im Haupttext vor Fn. 5.

¹¹ Für ein entsprechendes Argument vor dem Hintergrund des US-Rechts: Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 742 (1975), *rehearing denied*, 423 U.S. 884.

¹² Ausführlich oben S. 176 f.

wenn der Anleger eine Transaktion tätigt, bei der er entweder „zu billig“ kauft oder „zu teuer“ verkauft.¹³ Wenn man von der persönlichen Motivation abstrahiert, aus der heraus ein Anleger seine Entscheidungen trifft, bleiben nur die an den Markt gelangten Aufträge zum Kauf oder Verkauf.

bb) Transaktionserfordernis bei Schutz der Willensfreiheit

Aber selbst wenn man – um des Argumentationsganges willen – die Willensfreiheit des Anlegers in den Mittelpunkt stellte, wie dies etwa der BGH im Rahmen von § 826 BGB tut,¹⁴ können solchen Anlegern, die keine Transaktion getätigt haben, keine Ansprüche zugebilligt werden. Denn dies liefe letztlich auf einen Anspruch auf Teilhabe an Windfall Profits hinaus. Ein Anleger, der während einer Phase der Überbewertung aufgrund fehlerhafter Informationen nicht verkauft, wäre nur dann geschädigt, wenn man ihm ein Recht zugestehen wollte, von einer ungerechtfertigt überhöhten Bewertung der Wertpapiere zu profitieren. Dass ein solcher Anspruch nicht bestehen kann, würde wohl auch der BGH annehmen, der aber von der Überlegung auszugehen scheint,¹⁵ ein Anleger könne durch eine (unerwartet) positive Nachricht davon abgehalten werden, seine Veräußerungspläne zu verwirklichen und dann einen Schaden dadurch erleiden, dass nach Bekanntwerden der Falschinformation nicht einmal der *vor* der falschen Nachricht bestehende Kurs erzielbar ist. Dem liegt aber ein Denkfehler zugrunde. Denn wenn der Anleger (zeitgleich mit vielen anderen Anlegern) die fehlerhafte Nachricht erfährt und dadurch noch in seiner Willensbildung beeinflusst wird, ist die Nachricht zum Zeitpunkt der möglichen Veräußerung, von der er kausal abgehalten wird, notwendig schon im Kurs des Wertpapiers eingepreist.¹⁶ Es gibt also nur die Möglichkeit, dass der Anleger bereits vor der Fehlinformation schon von der Veräußerungsabsicht Abstand genommen hat oder dass er nur „geschädigt“ ist um einen Gewinn, der ihm bei redlichem Publizitätsverhalten des Emittenten niemals hätte entstehen können. Ein Anleger, der geltend macht, von einer Transaktion durch eine *positive* Nachricht abgehalten worden zu sein, hat daher vielmehr selbst die Entscheidung getroffen, zum Zeitpunkt, als der Kurs noch nicht künstlich nach oben getrieben war, nicht zu verkaufen,

¹³ Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung (2005), S. 9, 111 ff.; Kowalewski/Hellgardt, DB 2005, 1839, 1840; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 57. Siehe auch Schäfer/Weber/Wolf, ZIP 2008, 197, 199.

¹⁴ Vgl. nur BGH NZG 2007, 708, 709: „Kausalzusammenhang[/] zwischen der Täuschung und der Willensentscheidung des Anlegers“.

¹⁵ Siehe das Zitat vor Fn. 5.

¹⁶ Zur Einpreisungsgeschwindigkeit oben S. 128 f.

sondern die ungewisse weitere Kursentwicklung abzuwarten.¹⁷ Da diese aber genauso gut hätte schlecht ausfallen können, entsteht ihm durch ein künstliches Kurshoch sogar eine unverdiente Gewinnchance. Dass er diese nicht realisiert, sondern offensichtlich auf weitere Kursgewinne spekuliert hat, kann er dem Emittenten nicht anlasten.

Für den Bereich der Emittentenhaftung hat sich also gezeigt, dass unabhängig davon, ob man mit dem hier vertretenen Ansatz auf den Schutz des Anlegervermögens abstellt oder einem Schutz der Willensfreiheit einzelner Anleger folgt, eine Anspruchsberechtigung jenseits des Tätigens einer Transaktion nicht anzuerkennen ist, weil bereits die geschützten Rechtsgüter nicht verletzt sind.

cc) Transaktionserfordernis im Übernahmerecht

Schwieriger stellt sich die Situation im Übernahmerecht dar. Hier lässt sich das Transaktionserfordernis nur verstehen, wenn man sich verdeutlicht, welche Schäden eine fehlerhafte Angebotsunterlage hervorruft. Ausgangspunkt ist die Erkenntnis, dass im Übernahmerecht die Publizitätspflichten wesentlich dazu dienen, einen informationseffizienten Preisbildungsprozess zu substituieren.¹⁸ Aufgrund dessen wird hier die Vermögensbeschädigung stärker als auf dem Sekundärmarkt durch eine Beeinflussung der Entscheidungsfreiheit vermittelt.

Eine Schädigung der nach § 12 WpÜG anspruchsberechtigten Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, kann nur darin bestehen, dass der substituierte Preisbildungsmechanismus gestört wurde und die gebotene Gegenleistung zu niedrig war. Dabei besteht allerdings durch § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. §§ 3 ff. WpÜG-AngebotsVO bereits eine Kontrolle

¹⁷ Tatsächlich geschädigt werden kann dagegen ein Anleger, der durch eine falsche *negative* Nachricht von einer Veräußerung seiner Anteile abgehalten wird, etwa weil er den Kurs für so schlecht hält, dass er den durch einen Verkauf eintretenden Verlust nicht realisieren möchte. Dieser Anleger erleidet einen kausalen Liquiditätsschaden, da er entweder auf Konsum bzw. Investitionen verzichten oder auf andere, teurere Finanzierungsquellen zurückgreifen muss. Ein solcher Schaden liegt aber auch außerhalb des Ansatzes des BGH, da der Schaden allein durch den gedrückten Kurs entsteht, unabhängig davon, ob der nicht veräußernde Anleger glaubt (oder sogar weiß), dass die negative Nachricht falsch ist.

Nach dem hier vertretenen Modell eines allein vermögensschützenden Kapitalmarktdeliktsrechts ist ein solcher Liquiditätsschaden ebenfalls nicht ersatzfähig, da es sich um einen „Folgeschaden“ ohne Primärschädigung handelt. Man kann auch von einer „mittelbaren“ Schädigung sprechen, da nicht das durch das Wertpapier repräsentierte Vermögen geschädigt wird, sondern ausschließlich das sonstige Vermögen, auf das der Emittent keinen direkten Zugriff hat. Der Ausschluss derartiger Schadensbilder ist einer der wesentlichen Gründe für die Einschränkung der deliktischen Haftung für Vermögensschäden, vgl. *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 176.

¹⁸ Oben S. 193 f.

des zu bietenden Mindestpreises und auch der aktuelle Börsenkurs der Zielgesellschaft bietet einen Anhaltspunkt, ob die angebotene Leistung angemessen ist. Da der gebotene Preis aber maßgeblich davon abhängig ist, welchen *subjektiven Wert* die Mehrheitsbeteiligung für den Bieter hat, kommt den Informationspflichten über die Absichten des Bieters nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG eine wesentliche Bedeutung zu. Verschweigt der Bieter zentrale Geschäftabsichten, die einen höheren Nutzen der Zielgesellschaft für ihn implizieren, kann es dazu kommen, dass die Mehrheit der Aktionäre in Kenntnis der wahren Sachlage das Angebot nur zu einem höheren Preis angenommen hätte und daher durch die Falschangaben einen Vermögensverlust erleidet.¹⁹

Diejenigen Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot *nicht* angenommen haben, erleiden vor diesem Hintergrund keinen vom Schutzzweck erfassten Schaden. Denn sofern sie Minderheitsaktionäre bleiben, profitieren sie davon, dass der Bieter tatsächlich gewinnbringendere Absichten mit der Zielgesellschaft verfolgt als in der Angebotsunterlage angegeben. Wenn sie dagegen aus der Gesellschaft im Wege eines Squeeze-Out ausgeschlossen werden, müssen sie im Falle des regulären Squeeze-Out ihre Rechte im Verfahren nach § 327f Satz 2 AktG geltend machen. Beim übernahmerechtlichen Squeeze-Out nach § 39a WpÜG realisiert sich dagegen derselbe Schaden, den die annehmenden Aktionäre erleiden, und folgerichtig ergibt sich die Anspruchsberechtigung aus § 12 WpÜG. Eine Schädigung der in der Zielgesellschaft verbleibenden Aktionäre durch eine fehlerhafte Angebotsunterlage tritt daher nicht ein.

2. Anspruchsberechtigung im allgemeinen Deliktsrecht

Nachdem sich gezeigt hat, dass das Transaktionserfordernis bei den spezialgesetzlichen Tatbeständen dem Nachvollzug des Schutzzwecks der kapitalmarktdeliktsrechtlichen Haftung dient, stellt sich die Frage, ob sich daraus auch ein Transaktionserfordernis im Rahmen der Haftung für die Verletzung sonstiger kapitalmarktrechtlicher Informations- und Verhaltenspflicht nach § 823 Abs. 2 BGB ergibt.

a) Primärmarkthaftung

Was die Primärmarkthaftung jenseits von § 44 BörsG angeht, so führen auch Fehlinformationen, die etwa im Rahmen von Roadshows, Präsentation oder Werbung für die Emission verbreitet werden, bei entsprechender Bewertungsrelevanz dazu, dass die Erwerber einen zu hohen Preis für die Wertpapiere bezahlen. Weil der Emittent seine Wertpapiere in aller Regel möglichst hochpreisig am Markt platzieren wollen wird, ist der Fall einer

¹⁹ Ausführlich unten S. 496 f. und S. 510 ff.

fehlerhaften Untertreibung mit Bezug auf preisbildende Faktoren zu vernachlässigen. Sollte es doch einmal dazu kommen, richtet sich der Regress der geschädigten Altaktionäre (etwa im Falle der Kapitalerhöhung eines börsennotierten Unternehmens) nach den gesellschaftsrechtlichen Regeln der §§ 93, 116 AktG. Einer deliktischen Haftung bedarf es in dieser Situation nicht.

Dritte, die von einem Erwerb der Finanzinstrumente bei der Emission absehen, erleiden keinen Nachteil in ihrer Willensfreiheit oder ihrem Vermögen, zumal nur fehlerhafte negative Angaben geeignet wären, Interessenten widerrechtlich von einer Investitionsmöglichkeit abzubringen.²⁰ Da somit potentiell geschädigt stets nur die Erwerber der emittierten Finanzinstrumente sind, ergibt sich die Notwendigkeit der Transaktion – auch jenseits des Anwendungsbereichs von § 44 BörsG – aus der Natur des Primärmarkts, der gerade dazu dient, Anlegern erstmalig die Beteiligungsmöglichkeit zu eröffnen.

b) Sekundärmarkthaftung

Bezüglich der Verletzung von Publizitätspflichten am Sekundärmarkt ist bereits vor der Einführung der §§ 37b, 37c WpHG herausgestellt worden, dass nur diejenigen Anleger einen kausalen Schaden erleiden, die zwischen dem Pflichtverstoß und der Berichtigung ein Wertpapiergeschäft zu einem Kurs getätigt haben, der wegen des Informationsdefizits am Markt zu ihren Ungunsten fehlerhaft war.²¹ Da die sonstigen Publizitätspflichten des Emittenten am Sekundärmarkt in dieselbe Richtung zielen und eine Fehlinformation zu verfälschten Kursen führt, kann das Transaktionserfordernis als Tatbestandsmerkmal jeglicher deliktischen Haftung am Sekundärmarkt angenommen werden. Dies gilt auch für die Fälle handelgestützter oder sonstiger Marktmanipulation, weil hier das Resultat des Eingriffs in den ungestörten Preisbildungsprozess das gleiche ist. Anleger, die sich durch fehlerhafte Publizitätsakte von einer Transaktion abhalten lassen, erleiden wie oben ausführlich dargestellt keinen kausalen Schaden und zwar unabhängig davon, ob man wie hier das Vermögen oder auch die Willensfrei-

²⁰ Fälle wie *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975), in dem der beklagte Emittent auf kartellrechtlicher Basis verpflichtet worden war, einen wesentlichen Teil seiner Aktien Einzelhändlern anzubieten und daraufhin in Verkaufsdokumenten die Ertragsaussichten schwarz zeichnete, um die Aktien später zu einem höheren Preis über den öffentlichen Kapitalmarkt anzubieten, gehören nicht in den Schutzbereich der Kapitalmarkthaftung. Der Sache nach handelt es sich dabei um eine Umgehung kartellrechtlicher Auflagen, so dass auch die Rechtsbehelfe kartellrechtlich ausgestaltet werden sollten.

²¹ *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 268. Vgl. auch *Gehrt*, Ad-hoc-Publizität (1997), S. 205; a.A. z.B. *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93, 136.

heit als Bezugspunkt des kapitalmarkthaftungsrechtlichen Schutzes ansieht.²²

c) *Übernahmerechtliche Haftung*

aa) *Haftung des Bieters*

Im Übernahmerecht ist zwischen den Veröffentlichungspflichten des Bieters und denen der Verwaltung der Zielgesellschaft zu unterscheiden. Hinsichtlich der sonstigen Veröffentlichungspflichten des Bieters, die gemäß § 823 Abs. 2 BGB eine deliktische Haftung auslösen können, gilt das oben zu § 12 WpÜG Ausgeführte entsprechend.²³ Eine Schädigung tritt ein, wenn durch eine Störung des substituierten Preisbildungsprozesses – etwa eine Manipulation der „Wasserstandsmeldungen“ nach § 23 Abs. 1 WpÜG – die Aktionäre der Zielgesellschaft aufgrund eines Verkaufsdrucks²⁴ das Angebot zu einem Preis annehmen, der unterhalb desjenigen Preises liegt, den der Bieter bei rechtmäßigem Publizitätsverhalten hätte bieten müssen. Die Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben und nicht mittels eines übernahmerechtlichen Squeeze-Out aus der Gesellschaft gedrängt werden, erleiden auch hier keinen Schaden.

bb) *Haftung der Verwaltung der Zielgesellschaft*

Zu differenzieren ist bei Pflichtverletzungen durch die Verwaltung der Zielgesellschaft, insbesondere in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG. Empfiehlt die Verwaltung die Annahme des Angebots und verheimlicht dabei Umstände, die einen höheren Angebotspreis rechtfertigen würden, liegt die Sache ähnlich wie bei der Haftung des Bieters; die Verwaltung stellt sich in dieser Situation als Gehilfin des Bieters dar.

Lehnt die Verwaltung der Zielgesellschaft dagegen die Offerte unter Angabe falscher Informationen ab oder unternimmt verbotene Abwehrmaßnahmen, erleiden erneut nur diejenigen Aktionäre einen eigenen Vermögensschaden, die das Angebot angenommen haben, wenn aufgrund des pflichtwidrigen Verhaltens der Verwaltung der Zielgesellschaft die Transaktion – etwa durch Verfehlung der Mindestannahmeschwelle – scheitert. Auch hier greift die Verwaltung in den substituierten Preisbildungsprozess ein und beschert den erfolglos annehmenden Aktionären einen Vermögensverlust in Höhe der Differenz zwischen Angebotspreis und Sekundärmarktpreis nach Auflösung der Erwerbsverpflichtung des Bieters.

²² Siehe oben S. 343 f.

²³ Siehe oben S. 344 f.

²⁴ Dazu *Witt*, NZG 2000, 809, 818 f.

Entgegen der ersten Intuition erleiden diejenigen Aktionäre, die sich aufgrund des pflichtwidrigen Verhaltens von der Annahme des Angebots abhalten lassen, *in ihrem eigenen Vermögen* keinen Schaden. Dies erschließt sich bei einer Analyse der Wirkungsweise pflichtwidrigen Abwehrverhaltens. Fehlerhafte Angaben in einer das Übernahmeangebot ablehnenden Stellungnahme werden zumeist darauf gerichtet sein, die Leistungen der Verwaltung sowie die zukünftigen Ertragsaussichten bei Beibehaltung der Unabhängigkeit übertrieben positiv darzustellen. Durch derartige Publizitätsakte wird aber im Regelfall der Börsenkurs der Aktien unberechtigt steigen. Damit bietet sich für die nicht annahmewilligen Aktionäre der Zielgesellschaft sogar die Möglichkeit, ihre Anteile jenseits des Übernahmeangebots zu einem überhöhten Preis zu veräußern, der auf einem informationseffizienten Sekundärmarkt die zukünftigen Ertragsaussichten auf Grundlage der fehlerhaften Verwaltungsinformation im Wesentlichen inkorporieren sollte.

Entscheiden sich die Aktionäre in dieser Situation, gar nicht zu veräußern und bricht der Börsenkurs nach Ende der Angebotsfrist bei einem Bekanntwerden der Fehlinformation ein, realisiert sich das allgemeine Beteiligungsrisiko, eine Aktie zu besitzen, die nur aufgrund einer fehlerhaften Informationspolitik der Verwaltung einen hohen Kurs hat und bei Bekanntwerden der wahren Lage jederzeit auf das tatsächlich gerechtfertigte Niveau sinken kann. Die Lage gleicht daher der des nicht veräußernden Altaktionärs in der regulären Sekundärmarktsituation.²⁵

Pflichtwidrige Abwehrmaßnahmen wiederum sind entweder darauf gerichtet, die Attraktivität der Zielgesellschaft für den Bieter zu zerstören, etwa durch Veräußerung wesentlicher Beteiligungen und Sonderkündigungsrechte, oder die Übernahme durch eigene Kapitalmaßnahmen zu erschweren, etwa durch Kapitalerhöhungen oder den Erwerb eigener Aktien.²⁶ Durch diese Maßnahmen wird der Unternehmenswert für die sonstigen Aktionäre normalerweise nicht gesenkt, insbesondere weil die Sonderkündigungsrechte im Falle einer erfolgreichen Verteidigung gerade nicht ausgeübt werden können und die Kapitalmaßnahmen entweder aus Sicht eines Anlegeraktionärs neutral sind oder sogar – so beim Rückerwerb eigener Aktien – Kurssteigerungspotential haben. Etwaig entstehende Kosten oder Gewinneinbrüche durch pflichtwidrige Abwehrmaßnahmen sind der Gesellschaft durch die verantwortlichen Organwalter im Wege der Binnenhaftung zu ersetzen, insoweit erleiden die Aktionäre lediglich einen Reflexschaden.

²⁵ Dazu oben S. 342 f.

²⁶ Ausführliche Übersicht über die übernahmerechtlichen Abwehrmaßnahmen bei Hirte, in: KK-WpÜG (2003), § 33 Rn. 58 ff.

3. *Transaktionserfordernis als Baustein des Kapitalmarktdeliktsrechts*

Es ist daher kein Zufall, dass sämtliche Spezialdelikte eine Transaktion zur Voraussetzung der Haftung machen. Vielmehr ist auch auf die sonstige deliktische Haftung am Kapitalmarkt das Tatbestandserfordernis einer Transaktion zu übertragen. Durch dieses wird die Verbindung zum Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung, dem Anlegervermögensschutz, hergestellt und gleichzeitig die Tatbestandseingrenzung vorgenommen, die für eine Begrenzung und Vorhersehbarkeit der Haftung aus Sicht der potentiell Haftpflichtigen sorgt und zwingende Voraussetzung der Deliktshaftung für reine Vermögensschäden ist.

II. *Zeitliche Begrenzung der anspruchsberechtigenden Transaktionen*

Manche Kapitalmarktdelikte enthalten neben dem reinen Transaktionserfordernis weitere zeitliche Einschränkungen. Dabei handelt es sich wiederum um Fragen der Kausalität, indem durch gesetzliche – oder durch die Rechtsprechung aufgestellte – Vermutungsregelungen typisierte Ausschlüsse für Fälle festgelegt werden, in denen die Transaktion nicht durch die Fehlinformation beeinflusst sein kann, weil diese entweder noch nicht im Preis verarbeitet war oder weil ihr aufgrund Zeitablaufs eine „abnehmende Bedeutung für die Kursentwicklung“ zukommen soll.²⁷

1. *Beginn der Anspruchsberechtigung*

a) *Primärmarkthaftung*

Am Primärmarkt schreibt § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG für die börsenrechtliche Prospekthaftung fest, dass nur solche Anleger anspruchsberechtigt sind, die das Erwerbsgeschäft nach Veröffentlichung des Prospekts getätigt haben. Bereits vor der Reform der Prospekthaftung durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz²⁸ entsprach es der h.M., dass nur solche Anleger aktivlegitimiert seien, die nach Veröffentlichung des Prospekts die Wertpapiere erworben haben.²⁹ Dies führte zu Schutzlücken, da regelmäßig bereits vor der Prospektveröffentlichung zur Zeichnung aufgefordert wurde.³⁰ Seitdem aber bereits das öffentliche Angebot eine Prospektpflicht auslöst (vgl. nunmehr § 3 Abs. 1 S. 1 WpPG), die durch §§ 13, 13a VerkProspG haftungsbewehrt ist, hat sich dieses Problem im Bereich der Börsenprospekthaftung weitgehend erledigt. Zwar enthält § 127 Abs. 1

²⁷ *Baums/Fischer*, in: FS Drukarczyk (2003), S. 37, 55.

²⁸ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 24.3.1998, BGBl. I, S. 529.

²⁹ Siehe z.B. RGZ 80, 196, 205.

³⁰ Vgl. *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 Rn. 36.

S. 1 InvG noch die Formulierung, anspruchsberechtigt sei, wer auf Grund des ausführlichen oder vereinfachten Verkaufsprospekts Anteile gekauft hat; hier sorgen aber die Pflichten des § 121 Abs. 1 S. 1 und S. 2 InvG, dem Anleger vor Vertragsschluss diese Prospekte kostenlos (und im Falle des vereinfachten Prospekts) unaufgefordert anzubieten, für hinreichenden Anlegerschutz. Grundlage all dieser Regelungen ist nach h.M. die mögliche (und gesetzlich vermutete) Kausalität zwischen Prospekt und Anlageentscheidung.³¹

Zum gleichen Ergebnis kommt man, wenn man wie hier auf den Preisbildungsprozess abstellt. Denn eine fehlerhafte Information kann nur dann den Preis beeinflussen, wenn die Marktteilnehmer sie kennen. Problematisch ist vor diesem Hintergrund allerdings die Rechtsprechung, wonach eine Bestätigung einer einmal getroffenen Kaufentscheidung aufgrund des Prospekts nicht ausreicht, um die Haftung zu begründen.³² Zwar stellt sich dies für den eigentlichen Prospekt als nicht mehr problematisch dar, wenn ein solcher bereits vor Beginn des Bookbuilding veröffentlicht ist.³³ Wenn aber der Emittent oder die Emissionsbank während des Laufs der Order Taking Period, innerhalb derer die Kaufinteressenten Angebote abgeben, die bis zum Ende des Bookbuilding frei widerruflich sind,³⁴ jenseits des Prospekts fehlerhafte Informationen veröffentlichen, steht außer Frage, dass jedenfalls eine Erhöhung der Gebotspreise als Verarbeitung der Information zu werten ist.

Im Bereich der Haftung für sonstige Informationspflichtverletzungen am Primärmarkt, etwa die Veröffentlichung fehlerhafter Prospektnachträge oder sonstiger fehlerhafter Informationen, sollte es daher allein darauf ankommen, dass der entsprechende Publizitätsakt noch vor Ende der Frist öffentlich wurde, in der die Anleger ihre Kaufangebote noch hätten widerrufen können. Denn dann darf bei einer an die Primärmarktöffentlichkeit gerichteten Information davon ausgegangen werden, dass diese in den Preisbildungsprozess im Rahmen des Bookbuilding einfließt. Dass der Anspruchsteller sein (ggf. geringeres) Angebot bereits vor Kenntnis der fehlerhaften Information abgegeben hat, steht der Haftung also nicht entgegen.

³¹ Stellvertretend *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 143; *Hauptmann*, in: *Vortmann*, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 3 Rn. 86.

³² Siehe OLG Frankfurt NJW-RR 1998, 122.

³³ Das öffentliche Angebot im Sinne des Prospektrechts liegt beim Bookbuilding in der Eröffnung der Order Taking Period, vgl. *Ekkenga/Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen (2006), S. 93; *Singhof/Weber*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung² (2008), § 3 Rn. 75.

³⁴ Vgl. *Kowalewski*, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 236.

b) Sekundärmarkthaftung

Am Sekundärmarkt legen die §§ 37b, 37c WpHG den Beginn der Anspruchsberechtigung für die Ad-hoc-Publizitätshaftung derart fest, dass nur solche Dritte einen Anspruch haben, die die Finanzinstrumente nach der Unterlassung oder fehlerhaften Veröffentlichung erworben haben und nach Bekanntwerden der Pflichtverletzung noch halten oder vor der Pflichtverletzung erworben und nach der Unterlassung oder fehlerhaften Veröffentlichung verkauft haben.

aa) Haftung für unterlassene Ad-hoc-Publizität

Schwierigkeiten bereitet dabei die Feststellung des Beginns des Unterlassens. Aus dem Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ in § 37b Abs. 1 WpHG wird geschlossen, die Finanzinstrumente müssten nach dem Zeitpunkt erworben worden sein, zu dem die Veröffentlichung ohne grobe Fahrlässigkeit spätestens hätte erfolgen müssen.³⁵ Wie bereits oben dargelegt, handelt es sich dabei aber nicht um eine individuelle Verschuldensvoraussetzung, sondern um ein rein objektives Tatbestandsmerkmal.³⁶ Maßgeblich ist, wann eine Meldung bei objektiv angemessener Unternehmensorganisation hätte erfolgen müssen. Dabei wird man insbesondere bei solchen Insiderinformationen, auf deren Entstehung der Emittent Einfluss nehmen kann, wie ein Vorstandsbeschluss zur Übernahme eines anderen Unternehmens oder ähnliches, das Merkmal „unverzüglich“ im Sinne von „zeitgleich“ auslegen müssen, weil derartige Vorfälle stets so gründlich vorbereitet werden (müssen), dass die Frage, ob ein eventuell zu fassender Beschluss eine Veröffentlichungspflicht auslöst auch unter Hinzuziehung fachkundiger Berater³⁷ bereits im Vorfeld abgeklärt werden kann. Nur eine solche Auslegung des objektiven (!) Tatbestands wird dem Ziel der Norm, einen Insiderhandel zu verhindern gerecht. Anders ist die Lage dagegen bei Insiderinformationen, die auch aus Sicht der für die Ad-hoc-Publizität Verantwortlichen offensichtlich völlig unerwartet kommen, wie etwa Produktionsstättenzerstörungen durch Terroranschläge oder Naturkatastrophen.

Die Unklarheit über den genauen Beginn des Unterlassens wird auch durch solch grobe Voreinteilungen nicht wirklich beseitigt. Ziel der Rechtsanwendung im Kapitalmarktdeliktsrecht muss aber sein, die Umkehr der Beweislast in § 37b Abs. 2 WpHG nicht dadurch zu konterkarieren, dass die Anspruchsberechtigung mit der Begründung abgelehnt wird, der Anleger habe nicht bewiesen, dass die Organe des Emittenten bereits zum

³⁵ *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 177; *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1859; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 66.

³⁶ Siehe oben S. 258 f.

³⁷ Vgl. Nr. IV.6.3. des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005).

Zeitpunkt des Erwerbs in schuldhafter Weise die grundsätzlich erforderliche Veröffentlichung verzögert hätten.³⁸

bb) Haftung für inhaltlich fehlerhafte Sekundärmarktpublizität

Ansonsten bereitet der Beginn der Anspruchsberechtigung am Sekundärmarkt weniger Schwierigkeiten. Grundsätzlich erleiden all jene Anleger einen Schaden, die zu einem durch die fehlerhafte Information verfälschten Preis eine Transaktion tätigen. Anspruchsberechtigt ist daher jeder, der eine Transaktion nach Veröffentlichung des inkriminierten Publizitätsaktes getätigt hat. Bei sehr enger zeitlicher Nähe steht dem Haftpflichtigen selbstverständlich der Nachweis frei, dass zum Zeitpunkt der Transaktion der Einpreisungsprozess noch nicht begonnen oder noch nicht abgeschlossen war, so dass kein kausaler oder nur ein geringerer Schaden entstanden ist.³⁹

c) Übernahmerechtliche Haftung

Im Übernahmerecht verursacht bei § 12 Abs. 1 WpÜG die Feststellung des Beginns der Anspruchsberechtigung keine besonderen Schwierigkeiten, da nach dem Wortlaut und Schutzzweck nur solche Aktionäre erfasst sind, die gerade „das Angebot“ (vgl. § 11 Abs. 2 S. 1 WpÜG) angenommen haben, nicht aber etwa ihre Anteile über die Börse veräußert und dabei per Zufall mit dem Bieter gehandelt haben.

Jenseits von Fehlinformationen in der Angebotsunterlage sind im Grundsatz diejenigen Aktionäre der Zielgesellschaft anspruchsberechtigt, die das Angebot erst nach der fehlerhaften Bieterinformation angenommen haben. Etwas anderes gilt aber, wenn die fehlerhafte Information im Rahmen einer Änderung des Angebots erfolgt, die gemäß § 21 Abs. 4 WpÜG ein Rücktrittsrecht auslöst, weil in diesem Fall davon auszugehen ist, dass die Aktionäre auf Grundlage der neuen Informationslage eine (erneute) Verkaufsentscheidung treffen. Die gleichen Grundsätze gelten für fehlerhafte Stellungnahmen der Verwaltung der Zielgesellschaft, in denen die Annahme des Angebots empfohlen wird.

Lehnt die Verwaltung der Zielgesellschaft das Angebot allerdings ab und erreicht durch rechtswidrige Verteidigungsmaßnahmen oder fehlerhaften Informationen ein Scheitern des Angebots, sind sämtliche Aktionäre anspruchsberechtigt, die das Angebot angenommen haben.

³⁸ *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 65; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 63; a.A. *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1474.

³⁹ Siehe auch S. 544.

2. Ende der Anspruchsberechtigung

a) Primärmarkthaftung

Am Primärmarkt enthält die börsengesetzliche Prospekthaftung in § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG eine Begrenzung auf Erwerbsgeschäfte „innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere“, die gemäß § 13 Nr. 1 VerkProspG beim außerbörslichen Vertrieb ab dem ersten öffentlichen Angebot berechnet werden. Diese Regelung ist zusammen mit der Beweislastumkehr in § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG zu lesen, wonach vermutet wird, dass die Wertpapiere aufgrund des Prospekts erworben wurden. Dadurch wurde die frühere Konstruktion der durch den Prospekt erzeugten „Anlagestimmung“ ersetzt.⁴⁰

Die Dauer von sechs Monaten wurde ursprünglich damit erklärt, dass binnen dieser Zeit auf Grundlage desselben Prospekts gemäß § 33 Abs. 4 S. 1 BörsG i.d.F. des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes⁴¹ eine Zulassung zum Handel an den anderen inländischen Börsen beantragt werden konnte.⁴² Allerdings gilt gemäß § 9 Abs. 1 WpPG seit dem Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz⁴³ ein Prospekt zwölf Monate lang für öffentliche Angebote oder Zulassungen zum Handel an einem organisierten Markt, so dass diese Begründung nicht mehr aufrechterhalten werden kann.

Grundsätzlich erscheint die Begrenzung des Erwerbszeitraums jedoch angebracht, um eine Abgrenzung von Primär- und Sekundärmarkt zu erreichen.⁴⁴ Im Regierungsentwurf des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes heißt es dazu, dass der Börsenzulassungsprospekt in der Praxis nur innerhalb einer relativ kurzen Zeitspanne als Grundlage für den Erwerb der Wertpapiere herangezogen wird.⁴⁵ Dies überzeugt jedenfalls im Bereich des regulierten Marktes, auf dem spätestens zehn Monate⁴⁶ bzw. acht Monate⁴⁷

⁴⁰ Dazu ausführlich unten S. 524 f.

⁴¹ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.6.2002, BGBl. I, S. 2010. Zuvor befand sich eine inhaltsgleiche Regelung in § 39 Abs. 4 S. 1 BörsG a.F.

⁴² Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 77; Förster, Prospekthaftung (2002), S. 145; Schwark, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 35.

⁴³ Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 22.6.2005, BGBl. I, S. 1698.

⁴⁴ Zur Konvergenz von Primär- und Sekundärmarkt vor diesem Hintergrund Baums, ZHR 167 (2003), 139, 149; Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 60.

⁴⁵ Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 77.

⁴⁶ § 37v Abs. 1 S. 1 WpHG: Bei Börsenzulassung direkt nach Mitte des Geschäftsjahres ist der Jahresfinanzbericht über das gesamte Geschäftsjahr nach dessen Ablauf (also sechs Monate nach Börsenzulassung) binnen einer Frist von weiteren vier Monaten zu veröffentlichen.

⁴⁷ § 37w Abs. 1 S. 1 WpHG: Bei Börsenzulassung direkt nach Ablauf eines Geschäftsjahres ist der Halbjahresfinanzbericht für die ersten sechs Monate des nächsten Geschäftsjahrs zwei Monate nach deren Ablauf zu veröffentlichen.

nach der Börsenzulassung ein Jahresfinanzbericht oder ein Halbjahresfinanzbericht zu veröffentlichen ist, zwischendurch bereits eine Zwischenmitteilung der Geschäftsführung nach § 37x WpHG zu ergehen hat und grundlegende Änderungen direkt ad-hoc zu melden sind.

aa) Haftung für Wertpapierprospekte

Am Wertpapiermarkt ist diese Haftungsbegrenzung daher nicht problematisch. Zwar mag es theoretisch denkbar sein, dass ein Börsenkandidat zunächst nur die Zulassung zu einer Regionalbörse beantragt und dann nach Ablauf der Sechs-Monats-Frist die Zulassung an der Frankfurter Wertpapierbörse ohne ein Haftungsrisiko aus § 44 BörsG nachholt.⁴⁸ Dabei handelt es sich aber zunächst um eine eher theoretische Gefahr, denn sie tritt nur ein, wenn der Prospektmangel auch bei der Zweitzulassung immer noch unentdeckt geblieben ist. Handelt es sich dabei um einen so erheblichen Fehler, dass er dann immer noch bewertungsrelevant ist, so wird er sich regelmäßig auch in den sekundärmarktrechtlichen Publizitätsakten wie dem Halbjahresfinanzbericht niederschlagen und dazu führen, dass auch diese Informationen fehlerhaft sind. Somit lässt sich die Haftung gegenüber den Neuanlegern ganz regulär über die Einstandspflicht für falsche Sekundärmarktpublizität begründen. Auch bei Daueremittenten, die gemäß § 9 Abs. 2 WpPG auf Grundlage eines Basisprospekts zwölf Monate lang ein Angebotsprogramm betreiben können, besteht jedenfalls dann keine Haftungslücke, wenn es sich bei den einzelnen unter dem Basisprospekt gezogenen Tranchen um neue Wertpapiere – etwa neue Derivate – handelt, da die Haftungsbegrenzung in § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG auf die erstmalige Einführung der Wertpapiere (und nicht die Veröffentlichung des Prospekts) abstellt. Werde dagegen Tranchen desselben Wertpapiers nach Ablauf der Sechs-Monats-Frist mittels neuer endgültiger Bedingungen gezogen, ist unabhängig davon, ob die „Einheitslösung“ oder die „Trennungslösung“⁴⁹ gewählt wurde, die Sechs-Monats-Frist analog § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG ab der Einführung der neuen Tranche zu berechnen; dies gilt jedenfalls dann, wenn der Prospektfehler in den neu veröffentlichten endgültigen Bedingungen und nicht schon im Basisprospekt enthalten ist.

⁴⁸ Vgl. *Sittmann*, NZG 1998, 490, 492, der nach Inkrafttreten des 3. FMFG befürchtete, ein Emittent könne durch eine Einführung an einer Regionalbörse und der fünf Monate späteren weiteren Börseneinführung an einer anderen Börse das Haftungsrisiko erheblich verringern. Nunmehr ist eine zweite Börseneinführung ganz ohne Haftungsrisiko nach § 44 BörsG möglich.

⁴⁹ Zu den Gestaltungsmöglichkeiten bei Basisprospekten ausführlich oben S. 245.

bb) Haftung für Vermögensanlagenverkaufsprospekte

Sehr problematisch ist allerdings die Begrenzung des § 13 Nr. 3 i.V.m. Nr. 1 VerkProspG, wonach auch beim öffentlichen Angebot von Vermögensanlagen i.S.v. § 8f VerkProspG nur solche Anleger aktivlegitimiert sind, die die Vermögensanlagen sechs Monate nach dem ersten öffentlichen Angebot erworben haben.

Während im Bereich der Wertpapierprospekte die Angebotsfristen etwa beim Bookbuilding nur wenige Tage betragen,⁵⁰ so dass die Fristbegrenzung in § 44 BörsG ausschließlich dazu dient, den Kreis der geschützten Zweiterwerber am Sekundärmarkt zu begrenzen, sind beim Vertrieb geschlossener Fonds Zeichnungsfristen üblich, die deutlich mehr als sechs Monate betragen.⁵¹ Anders als bei der Wertpapieremission, die auf einmal untergebracht werden soll und der Unternehmensfinanzierung dient, sind geschlossene Fonds Anlagemodelle, die sich durch ein geringes operatives Geschäft und eine Begrenzung auf wenige Anlagegegenstände auszeichnen und daher ihre Anteile teilweise jahrelang auf Grundlage des Emissionsprospekts vertreiben.

Gleichzeitig sind die Emittenten von Vermögensanlagen nur zu einem Mindestmaß an Sekundärmarktpublizität verpflichtet. Vor diesem Hintergrund enthält etwa § 127 InvG für die vergleichbare Lage offener Fonds keine zeitliche Haftungsbeschränkung, vielmehr besteht nach § 42 Abs. 5 InvG die Pflicht, die wesentlichen Angaben im Verkaufsprospekt auf dem neuesten Stand zu halten. Auch § 11 Satz 1 VerkProspG statuiert bis zum Ende des öffentlichen Angebots eine Nachtragspflicht. Im Bereich der geschlossenen Fonds kann eine wortlautgetreue Auslegung der Verweisung in § 13 VerkProspG dazu führen, dass ein Großteil der *Erstzeichner* von Anfang an schutzlos gestellt ist, da Prospekthaftungsansprüche bereits bei Erwerb der Vermögensanlage ausgeschlossen sind. Dies ist insbesondere angesichts der fortbestehenden Nachtragspflicht wertungswidersprüchlich.

Der Gesetzgeber des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, der die geschlossenen Fonds der Prospekthaftung nach § 13 VerkProspG unterworfen hat, war sich dieser Konsequenz offensichtlich nicht bewusst.⁵² Die Gesetzesbegründung führt vielmehr aus, die Neuregelung schließe eine bislang bestehende spezialgesetzliche Regelungslücke im Wesentlichen für Unternehmensbeteiligungen und Anteile an Treuhandvermögen, die den Schwerpunkt des Marktes für nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen bildeten, und für die sich in der Vergangenheit anhand von erlittenen Schäden bis hin zu Totalverlusten ein besonderer Regelungsbedarf gezeigt

⁵⁰ Vgl. Kowalewski, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 236.

⁵¹ Vgl. Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds⁴ (2007), S. 129.

⁵² In der Begründung der Neufassung von § 13 VerkProspG wird sie jedenfalls nicht erwähnt, vgl. Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 44.

habe.⁵³ Es war daher auch nicht die Intention des Gesetzgebers, die Anleger durch die Neuregelung schlechter zu stellen, war doch der zuvor angewandten bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung eine Erwerbsfrist von sechs Monaten fremd.⁵⁴ Somit besteht eine unbeabsichtigte überschießende Regelung, die Grundlage für eine teleologische Reduktion des Verweises in § 13 VerkProspG sein kann, dahingehend, dass bei geschlossenen Fonds ähnlich wie bei offenen Fonds nach § 127 InvG eine Begrenzung des Erwerbszeitraums nicht in Betracht kommt.⁵⁵ Einer Ausuferung der Haftung kann der Anbieter im Falle von § 8f VerkProspG dabei entgehen, indem er den Fonds schließt und keine neuen Anleger am Primärmarkt mehr aufnimmt.

cc) Fazit

Es lässt sich somit festhalten, dass die zeitliche Haftungsbegrenzung am Primärmarkt vorrangig der Abgrenzung gegenüber der Sekundärmarkthaftung dient, indem der Kreis der anspruchsberechtigten Sekundärmarkterwerber eingeschränkt und damit eine Überleitung zur Sekundärmarktpublizität hergestellt wird. Sofern dieser Schutzzweck – wie etwa im Bereich der Fonds – nicht eingreift, sieht das Gesetz (§ 127 InvG) auch keine zeitliche Haftungsbegrenzung vor oder ist in diesem Sinne teleologisch zu reduzieren.

b) Sekundärmarkthaftung

Das Ende der Aktivlegitimation bei der Sekundärmarkthaftung wird zu meist im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG bei der Auslegung des Tatbestandsmerkmals „Bekanntwerden“ erörtert, wobei die dortige Diskussion auch auf alle anderen Fälle der Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität übertragen werden kann.

⁵³ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 41 f.

⁵⁴ Ehrlicke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 221. Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds⁴ (2007), S. 129 wollen auf „späte“ Erwerber weiterhin die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung anwenden. Allerdings dürfte für diese auf einer Analogie basierende Figur eine planwidrige Regelungslücke fehlen.

⁵⁵ So auch Kind, in: Arndt/Voß, VerkProspG (2008), § 13 Rn. 28; a.A. Heisterhagen, DStR 2006, 759, 762, der meint, angesichts der Regelungsintention des Gesetzgebers des 3. FMFG (durch das die Sechs-Monats-Frist in § 44 BörsG eingefügt wurde), den Zeitraum für Prospekthaftungsansprüche zu begrenzen, sei eine Ausdehnung des haftungsrelevanten Zeitraums mit dem Gesetzeszweck nicht vereinbar. Diese Argumentation übersieht aber, dass es gerade nicht der Gesetzgeber des 3. FMFG war, der die Regelung für geschlossene Fonds geschaffen hat und dass sich dessen Intention auf den Wertpapiermarkt bezog, der insofern mit dem Fondsmarkt gerade nicht vergleichbar ist.

Ökonomisch gesehen ist bei Zugrundlegung eines semiinformationseffizienten Sekundärmarktes eine Schädigung der Anleger ausgeschlossen, wenn die Korrektur einer falschen Meldung bzw. die nachgeholt zuvor unterlassene Nachricht im Kurs des Wertpapiers verarbeitet ist. Vor diesem Hintergrund ist insbesondere umstritten, wann eine nicht durch die eigentlich publizitätspflichtige Person (dies wird zumeist der Emittent sein) erfolgte Bekanntgabe ausreicht, um von einem „Bekanntwerden“ zu sprechen. Teilweise wird dafür eingetreten, das Bekanntwerden als Zeitraum zu begreifen, in dem bereits Gerüchte darüber kursieren, dass eine Meldung falsch war oder unterlassen wurde und auch den Anlegern, die während dieser Phase eine Transaktion getätigt haben, als anspruchsberechtigt anzusehen.⁵⁶ Andere Autoren stellen eine Verbindung zur Ad-hoc-Pflicht her und sehen das Bekanntwerden als erfüllt an, wenn das breite Publikum Kenntnis der Insiderinformation erlangt hat, so dass zugleich der Tatbestand der Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG entfallen ist.⁵⁷ Zum Teil wird aber auch auf den Zeitpunkt einer formellen Berichtigungs-Ad-hoc-Mitteilung durch den Emittenten abgestellt.⁵⁸

Die letztgenannte Ansicht hat den klaren Vorteil der Rechtssicherheit. Zudem ist es so, dass die fehlende Bestätigung kursierender Gerüchte zu einem Restunsicherheitsfaktor führt, der im Regelfall eine vollständige Kurskorrektur ausschließt.⁵⁹ Wenn allerdings der Publizitätspflichtige selbst (oder in Ausnahmefällen eine staatliche Untersuchungsstelle) bestätigt, dass eine Meldung falsch war bzw. dass ein bisher verschwiegener Umstand tatsächlich eingetreten ist, ist damit jeglicher Restzweifel beseitigt und die Fehlbewertung beendet. Dabei kommt es allerdings nicht darauf an, in welcher Weise die Bestätigung der Falschmeldung erfolgt; auch eine Korrektur per Pressemitteilung oder öffentlichem Statement beseitigt die letzte Ungewissheit. Zwar wird es häufig so sein, dass das Wissen um die Fehlerhaftigkeit eines Sekundärmarktpublizitätsaktes selbst als Insiderinformation zu werten ist und daher gemäß § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG veröffentlichungspflichtig ist. Weil diese unterlassene Veröffentlichung aber den durch die inhaltlich fehlerhafte Primärveröffentlichung (etwa einen fehlerhaften Halbjahresfinanzbericht) ausgelöste Fehlbewertung nicht ver-

⁵⁶ Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 51.

⁵⁷ Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 50; Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 67. Unzutreffend daher S. H. Schneider, NZG 2005, 702, 707, der meint, es müsse in teleologischer Reduktion von § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG eine „deklaratorische“ Meldung zugelassen werden, um das Haftungsrisiko aus § 37b WpHG für zukünftige Fälle zu begrenzen.

⁵⁸ Doğan, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 62.

⁵⁹ Anders Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841, 848; Pawlik, in: KK-WpHG (2007), § 13 Rn. 22; Schäfer, in: Schäfer/Hamann, KMG (2007), § 13 Rn. 16: bei nachhaltig kursierenden Gerüchten sei Bereichsöffentlichkeit hergestellt.

tieft, löst sie keine eigene Schadensersatzpflicht wegen Unterlassens aus, die es rechtfertigen würde, auf den Zeitpunkt einer Korrektur-Ad-hoc-Mitteilung abzustellen. Aber auch im Falle der fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung selbst, führt die Korrekturpflicht des § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG nicht dazu, dass eine mittels falscher Medien vorgenommene Richtigstellung die Schadensersatzberechtigung ad infinitum fortschreiben würde.

Darüber hinaus ist es dem Haftpflichtigen unbenommen, im Prozess darzulegen und zu beweisen, dass der konkrete Anleger zu einem Kurs gekauft/verkauft hat, der bereits durch eine empirisch nachweisbare Einpreisung von Gerüchten beeinflusst war und daher nur einen geringeren Schaden erlitten hat.⁶⁰

c) *Übernahmerechtliche Haftung*

Im Ausgangspunkt weniger Schwierigkeiten bereitet das Ende der Haftungsberechtigung im Übernahmerecht. Hier setzt bereits die Angebotsfrist eine natürliche Begrenzung. Sollte es bereits zuvor zu einer Berichtigung der fehlerhaften Informationen kommen, ist allerdings darauf zu achten, dass anders als am Sekundärmarkt in der Übernahmesituation ein Preisbildungsprozess nur substituiert wird. Daher ist im Falle von Privatanlegern von einer weitaus längeren Reaktionszeit auszugehen als bei einer Einpreisung in den Börsenkurs am Sekundärmarkt. In der Regel wird eine Frist von mehreren Tagen angemessen sein, ehe davon ausgegangen werden kann, dass alle Aktionäre der Zielgesellschaft Kenntnis von der Korrektur erlangt haben. Vor diesem Hintergrund ist die Regelung des § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG, wonach die Haftung ausgeschlossen ist, wenn vor der Annahme des Angebots in einer Ad-hoc-Mitteilung oder einer vergleichbaren Bekanntmachung eine deutlich gestaltete Berichtigung der unrichtigen oder unvollständigen Angaben veröffentlicht wurde, nicht überzeugend. Vorbild war die entsprechende Vorschrift des § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG, der die Prospekthaftung im Falle der Berichtigung durch eine Ad-hoc-Mitteilung ausschließt. In der Regierungsbegründung zu § 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG heißt es sogar, in diesen Fällen könne von einer Kenntnis des „Erwerbers“ (sic!) ausgegangen werden.⁶¹ Dies verdeutlicht, dass der Gesetzgeber offensichtlich nicht bedacht hat, dass im Übernahmerecht gegenüber den *Veräußerern* von Wertpapieren dafür gehaftet wird, dass diesen durch fehlerhafte Informationen die Angemessenheit des gebotenen Preises vorgespiegelt wurde, ohne dass dem ein informationseffizienter Preisbildungsmechanismus zugrunde läge, während es beim Ausschluss

⁶⁰ Zur Kursrelevanz von Gerüchten siehe *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 843, 847.

⁶¹ Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 43.

der Prospekthaftung um eine Haftung gegenüber den Erwerbern von Wertpapieren in einem Marktumfeld geht, das Ad-hoc-Mitteilungen jenseits der Kenntnis einzelner Anleger sekundenschnell in den Kurs einpreist.⁶² De lege lata führt zwar kein Weg an der Anwendung des § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG auf die Berichtigung einer fehlerhaften Angebotsunterlage vorbei.⁶³ Aufgrund des mit dem zugrunde liegenden Regelungszweck nur schwer zu vereinbaren Gesetzeswortlauts ist die Norm aber nicht analogiefähig.

Vielmehr gilt für alle anderen fehlerhaften Publizitätsakte während des Übernahmeverfahrens, dass eine Berichtigung nur die Ansprüche derjenigen Anleger ausschließt, die das Angebot erst mehrere Tage nach der Berichtigungsmeldung angenommen haben. Dies führt nicht zu einer unberechtigten Übermaßhaftung, da es dem Haftpflichtigen selbstverständlich freisteht, im Einzelfall zu beweisen, dass der Anspruchsteller bereits Kenntnis von der Berichtigung hatte und seine Annahmeentscheidung daher entsprechend § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG nicht auf Grund des fehlerhaften Publizitätsaktes erfolgt sein kann.

III. Aktivlegitimation in Sonderkonstellationen

1. Aktivlegitimation bei Weiterveräußerung des Finanzinstruments

Die Frage der Anspruchsberechtigung desjenigen, der ein Finanzinstrument weiterveräußert hat, stellt sich nur bei der Primärmarkt- und Sekundärmarktthaftung, während diese Konstellation im Übernahmerecht naturgemäß ausgeschlossen ist.

a) Primärmarktthaftung

Seit der Reform durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz gilt im Rahmen der börsengesetzlichen Prospekthaftung, dass auch derjenige Erwerber anspruchsberechtigt ist, der die Wertpapiere zwischenzeitlich weiterveräußert hat, § 44 Abs. 2 BörsG. Dies ist konsequent, denn eine Beschränkung der Weiterveräußerung zwingt den Anleger dazu, Kursverluste (die möglicherweise eine andere Ursache haben) hinzunehmen oder aber seine Aktivlegitimation zu verlieren.

Problematisch ist die Anspruchsberechtigung der weiterveräußernden Anleger allerdings dann, wenn im Zeitpunkt der Weiterveräußerung der

⁶² A.A. wohl *Huber*, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 294: Die Regelung sei sachgerecht, da sie eine sichere Haftungsbegrenzung ermögliche.

⁶³ Anders als bei § 13 VerkProspG scheidet eine teleologische Reduktion hier aus, da dann kein Anwendungsbereich für § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG mehr verbliebe. Für eine Rechtsanwendung contra legem dürften die Voraussetzungen noch nicht gegeben sein. De lege ferenda ist eine Reform des § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG aber dringend zu empfehlen.

Prospektmangel noch gar nicht publik war und sich daher auch nicht im Sekundärmarktkurs niedergeschlagen haben kann. Die Gesetzesbegründung führt nur aus, es liege kein ersatzfähiger Schaden vor, wenn der Veräußerungspreis den Erwerbspreis übersteige.⁶⁴ Diese Aussage offenbart eine etwas simplifizierte Sicht auf die Gründe für Kurssteigerungen und Kursverluste am Sekundärmarkt. Denn der Sekundärmarktpreis kann auch aus anderen Gründen über den Ausgabepreis steigen, ohne dass dadurch die anfängliche Fehlbewertung entfiel. Andersherum kann es aber vor allem dazu kommen, dass der Kurs noch vor Entdeckung des Prospektmangels aus damit nicht zusammenhängenden Gründen sinkt. Veräußert der Ersterwerber in dieser Situation seine Wertpapiere, kann ihm nach dem Gesetzeswortlaut ein Schadensersatzanspruch zustehen, obwohl ihm kein kausaler Schaden entstanden ist. Der Ausschlussgrund des § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG, wonach der Anspruch nicht besteht, wenn die Wertpapiere nicht auf Grund des Prospekts erworben wurden, hilft hier nicht weiter, da der Erwerb sehr wohl aufgrund des Prospekts erfolgt ist; auch kann es bei späterem Bekanntwerden des Mangels zu einer Minderung des Börsenpreises kommen, so dass auch § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG nicht weiterhilft, wonach der Anspruch nicht besteht, sofern der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat.⁶⁵

Nach dem ausdrücklichen Willen des Gesetzgebers sollten aber, soweit die §§ 44, 45 BörsG keine Sonderregeln enthalten, die allgemeinen Grundsätze des Schadensersatzrechts eingreifen.⁶⁶ Dazu gehört selbstverständlich auch die allgemeine haftungsausfüllende Kausalität. Diese fehlt bei einem Weiterverkauf vor Aufdeckung des Prospektmangels, selbst wenn der Kurs aus anderen Gründen abgesunken sein sollte. Damit ist zugleich die Richtschnur für alle sonstigen Fälle falscher Publizitätsakte im Zusammenhang mit Börsengängen vorgegeben: Solange die Tatsache der Falschinformation noch nicht bekannt ist, erleiden Anleger, die ihre Finanzinstrumente bereits weiterveräußern keinen kausalen Schaden, da der Veräußerungspreis noch nicht durch die fehlerhafte Information beeinflusst sein kann.

b) Sekundärmarkthaftung

Im Bereich der Sekundärmarkthaftung schließen die §§ 37b, 37c WpHG in verallgemeinerungsfähiger Weise solche Anleger von der Anspruchsberechtigung aus, die ihre Finanzinstrumente noch vor Bekanntwerden der Falschinformation weiterveräußert haben. Der Grund dafür liegt darin,

⁶⁴ Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 78.

⁶⁵ Dazu ausführlich *Fleischer/Kalss*, AG 2002, 329, 330 f.

⁶⁶ Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 78.

dass eine unentdeckte Falschinformation in gleicher Weise auch den Veräußerungspreis erhöht, so dass sich der Schaden bei rechtzeitiger Weiterveräußerung nicht in der Person des Weiterveräußerers realisiert, sondern vielmehr an den Zweiterwerber weitergegeben wird.⁶⁷

Dies ist mit dem Argument kritisiert worden, es seien Fälle denkbar, in denen sich die finanzielle Bewertung der Falschinformation mindere, so dass bei einem Weiterverkauf nicht der gesamte Schaden weitergereicht werde.⁶⁸ Wenn man das Dividendenmodell der Aktienbewertung zugrunde legt,⁶⁹ sollte eine Falschmeldung nur dann Kursrelevanz haben, wenn sie Implikationen für zukünftige, ausschüttungsfähige Cash-Flows der Gesellschaft hat. Deren abgezinster Gegenwartswert unterliegt im Zeitverlauf zwar notwendigen Veränderungen, da die Abzinsungsperiode abnimmt. Derartige Modifikationen sind aber schwer messbar und es sollte im Sinne der Rechtssicherheit darauf verzichtet werden, danach Aufspaltungen der Anspruchsberechtigung vorzunehmen.

Andererseits sind selbstverständlich Fälle überholender Kausalität denkbar, wenn etwa der durch eine Falschmeldung implizierte zukünftige Cash-Flow aus anderen Gründen nicht mehr realisiert werden kann (Beispiel: fehlerhafte Erfolgsmeldungen der Entwicklungsabteilung über die Produktionsreife eines Produkts verlieren ihre Kursrelevanz, wenn die einzige Produktionsstätte des Emittenten durch ein Feuer zerstört wird, so dass es ohnehin zu erheblichen Verzögerungen kommen wird). In diesen Fällen stellt sich die Korrektur der ursprünglichen Fehlbewertung aus anderen Gründen ein. Ein Anleger, der die Wertpapiere zum überhöhten Preis gekauft hat und nun nach der anderweitigen Kurskorrektur aber vor Bekanntwerden der Fehlinformation weiterveräußert, erleidet aufgrund der überholenden Kausalität keinen kausalen Schaden. Seine Situation gleicht

⁶⁷ Vgl. *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 54 (kein kausal verursachter Schaden).

⁶⁸ *Escher-Weingart/Lägeler/Eppinger*, WM 2004, 1845, 1846 mit dem Beispiel, der Kurswert einer Falschmeldung über einen tatsächlich nicht erfolgten Rohölfund könne dadurch gemindert werden, dass auch ein Konkurrent auf Öl stoße und der Kurs des Emittenten daher wieder absinke bevor die Falschmeldung offenbar wird. Dabei wird jedoch übersehen, dass der Kurs des Emittenten noch viel stärker gesunken wäre, wenn ausschließlich sein Konkurrent das Öl gefunden hätte. Selbstverständlich kommt es dabei nicht zu einer vollständigen Abbildung der wirtschaftlichen Situation (so werden etwa externe Effekte wie Preisänderungen auf dem Ölmarkt durch eine vermeintliche Veränderung der Ressourcen bei diesen Überlegungen grundsätzlich ausgeblendet). Es geht aber um eine Annäherung an die tatsächlichen Vermögensverluste und um eine nicht willkürliche Begrenzung der Anspruchsberechtigung auf die Zahl der Anleger, die zu einer effektiven Durchsetzung der Kapitalmarktpublizität als Instrument der Corporate Governance erforderlich ist.

⁶⁹ Siehe oben S. 112.

derjenigen der Altanleger, welche die Wertpapiere schon vor der Falschmeldung gekauft haben.

2. Haftung für nicht unterscheidbare Gattungsstücke

Ein Sonderproblem der Prospekthaftung ergibt sich daraus, dass gemäß § 44 Abs. 1 S. 3 BörsG die Prospekthaftung (im Falle der Kapitalerhöhung bereits öffentlich gehandelter Emittenten) auch nicht unterscheidbare „alte Stücke“, also bereits im Umlauf befindliche Wertpapiere gleicher Gattung, erfasst. In diesen Fällen begründet § 44 BörsG eine Sekundärmarkthaftung gegenüber allen Anlegern des betreffenden Emittenten.⁷⁰ Problematisch erscheint daran insbesondere die Rechtsfolge des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG, der eine vollständige Rückabwicklung gestattet.⁷¹ Eine Lösung muss daher bei einer Änderung dieser Regelung ansetzen,⁷² die ohnehin auch in ihrem Kernbereich europarechtlichen Bedenken begegnet.⁷³

Nach dem hier vertretenen, funktional ausgerichteten Konzept der Kapitalmarkthaftung kann es ohnehin nicht darauf ankommen, vermittels welchen Mediums Falschinformationen verbreitet werden; maßgeblich ist allein die dadurch ausgelöste Fehlbewertung der Finanzinstrumente. Aus Sicht derjenigen Aktionäre, die umlaufende Aktien erwerben, stellt sich der anlässlich einer Kapitalerhöhung veröffentlichte Prospekt als ein Akt der Sekundärmarktpublizität dar. Problematisch ist vor diesem Hintergrund, dass der Emittent nach dem Wortlaut des § 44 Abs. 1 S. 3 BörsG der Haftung für alte Stücke dadurch entgehen kann, dass er die neuen Aktien unterscheidbar gestaltet, ihnen also etwa eine andere Wertpapierkennnummer gibt.⁷⁴ Denn aus Sicht des Preisbeeinflussungspotentials macht es für die Sekundärmarkthaftung keinen Unterschied, dass die neuen Aktien unterscheidbar sind, weil sich die Kurse auf einem effizienten Kapitalmarkt ohnehin gleichen sollten. Die Beschränkung des § 44 Abs. 1 S. 3 BörsG ist daher so zu lesen, dass damit nur die Rückabwicklungsfolge des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG ausgeschlossen wird. Soweit aber der Prospekt als Sekundärmarktpublikation verwendet wird, sind seit dem Finanzmarkt-richtlinie-Umsetzungsgesetz gemäß § 47 Abs. 2 BörsG auch konkurrierende Ansprüche aus grob fahrlässigen unerlaubten Handlungen möglich.⁷⁵

⁷⁰ Ausführlich *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 56 ff.

⁷¹ Vgl. *Groß*, *Kapitalmarktrecht*³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 69.

⁷² So auch *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 59.

⁷³ Ausführlich unten S. 405 f.

⁷⁴ Krit. dazu auch *Hopt*, in: *FS Drobniig* (1998), S. 525, 528 f.

⁷⁵ Zu § 47 Abs. 2 BörsG siehe unten S. 460 f.

3. Aktivlegitimation bei Handel mit derivativen Finanzinstrumenten

Wenig behandelt ist die Aktivlegitimation der Inhaber derivativer Finanzinstrumente.⁷⁶ Hier sind grundsätzlich zwei Situationen zu unterscheiden: Verbreitet der Emittent des derivativen Finanzinstruments selbst fehlerhafte Informationen, die für dessen Wert relevant sind, kommt eine Haftung nach allgemeinen Grundsätzen ohne weiteres in Betracht.⁷⁷

Schwierigkeiten bereiten Fälle, in denen die Inhaber derivativer Finanzinstrumente einen Schaden dadurch erleiden, dass der Emittent des Underlying dessen Kurs in einer Weise durch falsche Publicitätsakte beeinflusst, die auch den Wert des derivativen Finanzinstruments beeinträchtigt. Nach dem Wortlaut der §§ 37b, 37c WpHG sind nur Inhaber von Finanzinstrumenten des Emittenten anspruchsberechtigt, der die Fehlinformation veröffentlicht.⁷⁸ Dies ist rechtspolitisch kritisiert worden mit dem Argument, diene die Ad-hoc-Publizität der Transparenz zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte insgesamt und zur Vermeidung des Insiderhandels, erscheine es konsequent, den Schutz der §§ 37b, 37c WpHG auf alle Teilbereiche zu erstrecken, in denen sich das von ihnen geahndete Fehlverhalten negativ auswirkt.⁷⁹

Diese Kritik, die für alle Formen der Kapitalmarkthaftung am Sekundärmarkt erhoben werden könnte, vermag letztlich nicht zu überzeugen. Derivative Finanzinstrumente erfüllen eine wichtige Aufgabe für die Kapitalmarkteffizienz, indem sie etwa Wetten auf bestimmte Kurse ermöglichen und dadurch dazu beitragen können, irrationale Fehlbewertungen auszugleichen. Dagegen beteiligen sich die Inhaber von Derivaten im Regelfall gerade nicht an einem Unternehmen, stellen diesem kein Kapital zur Unternehmensfinanzierung zur Verfügung. Damit kommt den Derivaten auch im Rahmen der kapitalmarktbasieren Corporate Governance nur eine indirekte Rolle zu, indem sie etwa die Durchsetzung von Kurskorrekturen als Reaktion auf bestimmtes Managementhandeln ermöglichen. Sinn und Zweck der Derivate ist aber gerade nicht, am Ertrag der Unternehmen zu partizipieren. Inhaber von Derivaten haben nur zufällig das Interesse, die Leistung eines Unternehmens zu verbessern, häufig machen sie nur dann einen Gewinn, wenn das Unternehmen schlecht geführt wird. Die Inhaber von Derivaten sind daher nicht geeignet, mit ihren Schadensersatzansprü-

⁷⁶ Zu derivativen Finanzinstrumenten bereits oben S. 109.

⁷⁷ Siehe nur Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 78, wonach bei der Haftung des Emittenten von Optionsscheinen die Ausübung der Option der Veräußerung eines sonstigen Wertpapiers gleichzustellen sei.

⁷⁸ *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1859.

⁷⁹ *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 76.

chen der Corporate Governance der Emittenten zum Durchbruch zu verhelfen. Darin liegt aber der vorrangige Sinn der Kapitalmarkthaftung.⁸⁰

Wenn das Wort vom reflexartigen Schutz im Kapitalmarktdeliktsrecht eine Bedeutung hat, dann bei der Anspruchsberechtigung der Inhaber derivativer Finanzinstrumente. Deren Schutz wird „reflexartig“ dadurch bewirkt, dass die Inhaber der Underlyings mit Ansprüchen ausgestattet werden, deren Ziel es ist, eine Fehlbewertung des Underlyings zu verhindern. Gelingt dies, erleiden auch die Inhaber derivativer Finanzinstrumente keinen Schaden durch eine Fehlbepreisung.

⁸⁰ Ausführlich oben S. 186 ff.

§ 10 Haftpflichtige

In diesem Kapitel geht es um die Frage, wen im Kapitalmarktdeliktsrecht die Haftung für die Verletzung der Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses trifft. Dazu sollen zunächst die ökonomischen Grundlagen gelegt werden, indem die Anreizwirkungen der verschiedenen Haftungsausgestaltungen sowohl für den Primärmarkt als auch für den Sekundärmarkt untersucht werden. Sodann sollen jeweils die rechtlichen Rahmen für Emittenten- und Organhaftung in den Blick genommen und geprüft werden, inwieweit sich die ökonomischen Erkenntnisse im geltenden Recht umsetzen lassen.

I. Ökonomische Grundlagen

Neben den rechtlichen Grundlagen, beanspruchen im Kapitalmarktrecht auch die ökonomischen Gegebenheiten ihren Platz bei der Suche nach einer sachgerechten Regelung. Deshalb sind auch die Anreiz- und Steuerungswirkungen einer persönlichen Haftung der Organwalter in die Überlegungen über die Ausgestaltung des Haftungssystems von Gesellschaft und Organen mit einzubeziehen. Im Folgenden wird daher untersucht, wie aus ökonomischer Sicht die Durchsetzung des Kapitalmarktdeliktsrechts am sachgerechtesten erfolgen sollte. Konkret geht es um die Frage, ob aus ökonomischer Sicht eine Emittenten- und/oder Organwalterhaftung vorzugswürdig ist.¹

1. Funktionen der Haftung

Zu Beginn einer Auseinandersetzung mit der Frage, ob die Verwirklichung der Ziele des Deliktsrechts – insbesondere im Bereich des Kapitalmarktdeliktsrechts – eine persönliche Haftung des Organwalters gegenüber Dritten im Allgemeinen und Anlegern im Besonderen erfordert, oder ob die reine Emittentenhaftung dazu ausreicht, ist es sinnvoll, sich kurz der Funktionen zu vergewissern, die das Deliktsrecht erfüllen soll. In traditioneller Sichtweise wird die Kompensationsfunktion in den Vordergrund

¹ Vgl. einführend für einen Vergleich der verschiedenen Kombinationsmöglichkeiten (einschließlich von Gatekeeper-Haftung) *Kraakman*, 93 Yale L. J. 857 (1984).

gestellt: der Schädiger soll den verursachten Schaden ersetzen.² Eine neuere, insbesondere durch das amerikanische Recht geprägte Auffassung betont demgegenüber die Schadensvermeidungs- und Schadensstreuungsfunktion des Deliktsrechts.³ Der traditionellen Denkungsart wirft diese Sichtweise vor, man könne mit dem gleichen Recht behaupten, das Deliktsrecht diene dem Ziel der Nichtkompensation wie dem Ziel der Kompensation, denn im Kern gehe es um die Bestimmung der Voraussetzungen, unter denen gehaftet oder auch nicht gehaftet werden solle.⁴ Leitschnur der ökonomischen Betrachtung ist dabei das Ziel, sog. „externe Effekte“ zu „internalisieren“, also dem Verursacher alle tatsächlich entstehenden Kosten seiner Tätigkeit aufzuerlegen.⁵

Hier ist nicht zu der grundsätzlichen Berechtigung der verschiedenen Sichtweisen Stellung zu nehmen. Entscheidend im vorliegenden Kontext ist, dass das Kapitalmarktdeliktsrecht eine wesentliche Rechtfertigung in der angestrebten Steuerungswirkung findet.⁶ Außerdem lässt sich aus einer eventuellen Kompensationsfunktion des Deliktsrechts wenig bis gar nichts für die Frage ableiten, *wen* eine entsprechende Ausgleichspflicht treffen soll. Überlegungen zur finanziellen Potenz von Gesellschaften und ihren Organwaltern spielen sicherlich eine Rolle, betreffen aber letztlich stärker Fragen der Schadensallokation als solche der -kompensation.

2. Rolle der Kapitalmarkthaftung für Schadensprävention und -allokation

Nachdem die Vermeidung von Schäden und die Allokation dennoch auftretender Schäden als relevante Funktionen der Deliktshaftung von Unter-

² *Deutsch*, Allgemeines Haftungsrecht² (1996), Rn. 17; *Hager*, in: Staudinger (1999), Vorb. §§ 823 ff. Rn. 9; *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 75 I 2. i) (S. 354); *Wolf*, Normzweck im Deliktsrecht (1962), S. 1; *Zimmermann*, The Law of Obligations (1990/2006), p. 902.

³ *Shavell*, Foundations of Economic Analysis of Law (2004), p. 268 f.; aus dem deutschen Schrifttum *Kötz*, in: FS Steindorff (1990), S. 643 ff.; *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht¹⁰ (2006), S. 26 ff., 37 ff.; *Schäfer*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 161, 163; *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse⁴ (2005), S. 125 ff.; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), Vorbemerkung § 823 Rn. 34 f.; *ders.*, AcP 206 (2006), 352, 451 ff. Speziell zur Organhaftung *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 100; *Hopt*, in: Großkomm. AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 11; *Wiedemann*, Organverantwortung (1989), S. 10. Siehe auch *Walter Doralt*, Haftung der Abschlussprüfer (2005), S. 70 f.

⁴ So prägnant *Kötz/Wagner*, Deliktsrecht¹⁰ (2006), S. 25. Eine Rechtfertigung der Kompensationsfunktion in diesem Sinne liefert *Posner*, Economic Analysis of Law⁷ (2007), p. 192: Der Schadensausgleich verhindert, dass potentiell Geschädigte volkswirtschaftlich gesehen zu hohe Schadensvermeidungsaufwendungen tätigen.

⁵ *Cooter/Ulen*, Law and Economics⁵ (2008), p. 325; *Shavell*, Foundations of Economic Analysis of Law (2004), p. 77 et seq.; siehe auch *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 102 ff.

⁶ Dazu ausführlich oben S. 223 f. Siehe auch *Paal*, DStR 2005, 382, 383.

nehmen und ihren Organen identifiziert wurden, ist zunächst zu klären, in welcher Hinsicht sich die Entscheidung für oder gegen eine Organaußenhaftung auf die Erreichung dieser Ziele auswirken kann.

a) Schadensallokation

Bei der Allokation von Schäden geht es um die Frage, wer als „Letztverantwortlicher“ für Schäden eintreten soll, die im Zusammenhang mit einer Tätigkeit des Organwalters für die Gesellschaft entstanden sind. Diese Frage lässt sich in zwei Unterpunkte gliedern: (1) zunächst die jeder möglichen Haftung implizite Frage, wer die Folgen von trotz eines gewissen Grades an Prävention auftretender Schäden tragen soll; und (2) sofern dies nicht der Geschädigte selbst ist, ob die finanzielle Belastung die Gesellschaft oder den Organwalter persönlich treffen sollte.

aa) Haftung oder Selbstversicherung

Die erste Teilfrage wird meist dahin beantwortet, die Schäden sollten demjenigen zugewiesen werden, der sie am besten tragen könne. Dabei sei auf die Risikotragungsfähigkeit der Beteiligten abzustellen,⁷ und auch die besseren Möglichkeiten zur Versicherung zu berücksichtigen.⁸ Im Deliktsrecht der Unternehmen, insbesondere bei der *Herstellerhaftung*, wird zu meist der Hersteller am besten in der Lage sein, Risiken zu tragen. Den Geschädigten träfen die Schadensfolgen in vollem Umfang, während sich der Hersteller absichern kann, etwa indem er eine Versicherung abschließt oder (was ein Surrogat zur Versicherung darstellt), die zu erwartenden Haftungskosten auf den Preis der Produkte aufschlägt und so die Kunden sich selbst versichern lässt.⁹

Dies kann allerdings nur mit Vorsicht auf den Kapitalmarkt übertragen werden. Denn insbesondere am *Sekundärmarkt* steht dem Anleger eine einfache Möglichkeit zur Verfügung, sich selbst gegen das Auftreten von Schäden zu versichern: die Diversifikation.¹⁰ Ein weit diversifizierter Anleger wird auf die Dauer die in einem Fall von Fehlinformation erlittenen Schäden kompensieren, indem er bei einer anderen Transaktion aufgrund eines falschen Preises einen unerwarteten Gewinn (windfall profit) macht. In einer modelltheoretischen Welt ohne Insiderhandel¹¹ gleichen

⁷ Ausführlich *Shavell*, *Economic Analysis of Accident Law* (1987), p. 186 et seq.

⁸ *Kötz/Wagner*, *Deliktsrecht*¹⁰ (2006), S. 38; zur Korrelation von Versicherung und Deliktshaftung auch *v. Bar*, *AcP* 181 (1981), 289, 327.

⁹ Dies ist ein Argument für Gefährdungshaftung der Produzenten, vgl. *Cooter/Ulen*, *Law and Economics*⁵ (2008), p. 361 et seq.

¹⁰ Ausführlich dazu oben S. 121 f.

¹¹ Zu den Einschränkungen, die sich bei der Annahme von Insiderhandel ergeben oben S. 143.

sich die Umverteilungen innerhalb des Kapitalmarkts dadurch mit der Zeit von selbst aus und ex ante besteht nicht die Erwartung, (dauerhaft) einen Schaden zu erleiden. Demgegenüber führt die Haftung des Emittenten oder seiner Organmitglieder zu einem Kapitalabfluss, der letztlich zulasten der Aktionäre geht. Bei einer Emittentenhaftung ohne Regress ist dies offensichtlich,¹² aber auch bei einer Organaußenhaftung oder einem Binnenregress trägt die Gesellschaft die ex ante erwarteten Kosten über den Umweg höherer D&O-Versicherungsprämien oder höherer Vorstandsbezüge. Daher kann die Sekundärmarkthaftung nicht allein über die Schadensallokationsfunktion, sondern vor allem durch die davon ausgehenden Anreize gerechtfertigt werden.¹³

bb) Haftung des Organwalters oder des Emittenten

(1) Grundsatz

Soweit es um die Allokation von Schäden zwischen Organwalter und Gesellschaft geht, ist grundsätzlich die Gesellschaft besser in der Lage, Schadensrisiken zu tragen. Die Gesellschaft engagiert sich in einer Vielzahl von Aktivitäten, aus denen ihr der direkte wirtschaftliche Nutzen zufließt. Nur in einem Bruchteil der Fälle wird es zu einer Haftung kommen; daher kann die Gesellschaft das Risiko der Inanspruchnahme in einem Einzelfall über den Preis diversifiziert an ihre Kunden weitergeben. Der Organwalter steht dagegen nur in einem Vertragsverhältnis zur Gesellschaft, kann sich gegen die Haftungskosten also nicht durch Diversifikation schützen.¹⁴ Er profitiert zudem nur indirekt über seine Stellung und Vergütung von dem Nutzen der gefahrenträchtigen Tätigkeit für die Gesellschaft; am stärksten dann, wenn er eine erfolgsabhängige Vergütung erhält. Im Regelfall wird die Gesellschaft auch über ein größeres Vermögen als der Organwalter verfügen, was die Wahrscheinlichkeit eines tatsächlichen Ausgleichs erhöht.¹⁵ Dies alles spricht für die Haftung der Gesellschaft und nicht des Organwalters persönlich.

¹² Vgl. *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1863; *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarktes (2004), S. 236 ff.

¹³ Vgl. oben S. 142 f.

¹⁴ Vgl. *Easterbrook/Fischel*, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 340. Für ein Modell, in dem Organwalter und Unternehmen über die Schadensallokation verhandeln, siehe *Sykes*, 91 Yale L. J. 168 (1981); *ders.*, 93 Yale L. J. 1231 (1984).

¹⁵ Dies behebt auch mögliche Anreizprobleme (judgment-proof problem), die durch das begrenzte Vermögen von Organwaltern auftreten können, vgl. *Shavell*, *Foundations of Economic Analysis of Law* (2004), p. 233.

(2) Bei drohender Insolvenz des Emittenten

Anders stellt sich die Situation aber bei einer drohenden Insolvenz der Gesellschaft dar.¹⁶ Aufgrund der beschränkten Haftung und der fehlenden Möglichkeit der Deliktsgläubiger, sich im Voraus Sicherheiten zu verschaffen, ist bei reiner Gesellschaftshaftung ein Ausfall der Deliktsgläubiger wahrscheinlich. Eine (kumulative) Haftung der Organwalter würde demgegenüber das Ziel des Haftungsrechts, externe Effekte zu internalisieren, besser erreichen. Die Frage ist jedoch, ob ein Durchgriff auf den Organwalter die richtige Antwort auf durch die beschränkte Haftung drohende Externalitäten ist. Grundsätzlich dient die Haftungsbegrenzung den Aktionären und nicht dem Organwalter.¹⁷ Sofern man es daher für nötig hält, die durch die beschränkte Haftung entstehenden externen Effekte zu internalisieren, stellt sich die Frage des Haftungsdurchgriffs auf die Gesellschafter.¹⁸ Dadurch würde freilich das Prinzip der beschränkten Haftung konterkariert.

Wiederum grundsätzlich andere Probleme stellen sich für die Kapitalmarkthaftung bei drohender Insolvenz des Emittenten. Potentiell anspruchsberechtigt sind hier häufig Aktionäre, die in Unkenntnis der drohenden Insolvenz Aktien der Gesellschaft erworben haben. Ein Haftungsdurchgriff auf die Gesellschafter scheidet von vornherein als Denkmöglichkeit aus, wenn die Aktionäre selbst die Geschädigten sind. Anders als bei Delikten gegenüber Dritten liegt der Nutzen einer Fehlinformation des Kapitalmarkts im Falle drohender Insolvenz für den Organwalter weitaus höher als im gewöhnlichen Geschäftsgang.¹⁹ Denn die Fehlinformation dient zumeist dem Zweck, die Insolvenzgefahr zu verschleiern und den Spielraum für eine Rettung der Gesellschaft zu erweitern. Bei Insolvenz der Gesellschaft ist aber der Arbeitsplatz verloren und in der Regel die Reputation als Manager beschädigt.²⁰ Selbst wenn man geschädigte Anle-

¹⁶ Für eine allgemeine ökonomische Analyse der Organaußenhaftung bei Insolvenznähe s. *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 126 ff.

¹⁷ Für eine Organhaftung, um Risiken der beschränkten Haftung aufzufangen, aber offenbar *Nölle*, Eigenhaftung des GmbH-Geschäftsführers (1995), S. 106. Demgegenüber kann es *unter Anreizgesichtspunkten* geboten sein, eine Insolvenzverschleppungshaftung des Organwalters sowie die Pflicht, auf die drohende Insolvenz hinzuweisen, zu begründen, damit nicht die Risiken, die eigene Position als Manager zu retten, zu Lasten der Gläubiger gehen. Siehe dazu auch unter S. 388 f.

¹⁸ Grundlegend *Hansmann/Kraakman*, 100 Yale L. J. 1879 (1991); siehe auch *Halpern*, limited and extended liability regimes, in: Newman, New Palgrave Dictionary of Economics and the Law (1998); *Hertig/Kanda*, in: Kraakman et al., Anatomy of Corporate Law (2004), p. 71, 76 et seq.; aus dem deutschen Schrifttum *Lutter*, ZHR 157 (1993), 464, 473 f.; *Medicus*, ZGR 1998, 570, 579 f.

¹⁹ Instrukтив *Arlen/Carney*, 1992 U. Ill. L. Rev. 691, 701 et seq.; *Gulati*, 46 UCLA L. Rev. 675, 696 et seq. (1999).

²⁰ Dazu *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 127.

ger mit der h.M. als „gewöhnliche Deliktsgläubiger“ qualifiziert und damit ihre Ansprüche nicht dem Verbot der Einlagenrückgewähr unterwirft,²¹ sind Ansprüche gegen die Gesellschaft im Falle der Insolvenz nahezu wertlos. Eine Binnenhaftung der Organwalter würde in diesem Fall zu einer sehr geringen Befriedigung führen, weil, selbst bei unterstelltem vollständigem Regress der Masse gegen den Organwalter, an die Anleger nur die Quote ausgeschüttet würde. Nur eine direkte Außenhaftung der Organwalter könnte hier zu einer Kompensation führen, die durch die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Organwalter begrenzt wird.

Dadurch entsteht allerdings ein ganzer Strauß von Folgeproblemen, die hier nur kurz skizziert werden können: Die direkte Außenhaftung der Organwalter im Falle der Insolvenz des Emittenten führt zu einem „Windhundrennen“ zwischen Anlegern und Insolvenzverwalter des Emittenten und geht damit letztlich zu Lasten der sonstigen Insolvenzgläubiger. Diese Bevorzugung ist rechtspolitisch fragwürdig, zumal auch im Falle der drohenden Insolvenz dem Aktionär die Diversifikation als Mittel zur Versicherung gegen Sekundärmarktverluste zur Verfügung steht.

b) Schadensprävention

Die Vermeidung von Schäden ist solange wünschenswert, wie bei Abwägung von Kosten und Nutzen die soziale Wohlfahrt insgesamt gesteigert wird.²² Aufgabe des Haftungsrechts ist es daher, die richtigen Anreize zur Wahl des für alle Beteiligten optimalen Verhütungsaufwands zu setzen, wobei auch die Möglichkeiten des Opfers zur Vornahme von Selbstschutzmaßnahmen zu berücksichtigen sind.²³ Es liegt auf der Hand, dass Unternehmensleiter ihr Verhalten wesentlich danach ausrichten werden, welche mögliche Haftung sie zu gewärtigen haben. Je nachdem, ob es sich um eine reine Unternehmenshaftung handelt, unter welchen Voraussetzungen rechtlicher und tatsächlicher Art der Organwalter im Innenverhältnis in Regress genommen werden wird²⁴ oder er sich den Geschädigten gegenüber sogar selbst schadensersatzpflichtig machen kann, wird er unterschiedliche Vorsorgemaßnahmen treffen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass nur solcher Vermeidungsaufwand effizient ist, dessen Kosten geringer sind als die dadurch eintretende Reduzierung der erwarteten Haftung.

²¹ Dazu unten S. 401 ff. und S. 406 ff.

²² *Cooter/Ulen*, *Law and Economics*⁵ (2008), p. 336 et seq.; *Shavell*, *Foundations of Economic Analysis of Law* (2004), p. 194 et seq. Zumindest im Bereich der reinen Vermögensschäden dürften keine moralischen Einwände gegen diese ökonomische Kosten/Nutzen-Betrachtung zu erheben sein.

²³ *Kötz/Wagner*, *Deliktsrecht*¹⁰ (2006), S. 30.

²⁴ Die Anreizwirkungen der Binnenhaftung können hier nicht im Einzelnen untersucht werden. Siehe dazu ausführlich *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: *Kalss*, *Vorstandshaftung* (2005), S. 95, 110 ff.

c) *Schlussfolgerungen und weiteres Vorgehen*

Im Bereich der Verteilung von Kapitalmarktschäden ist ein wesentliches Abgrenzungskriterium, ob es sich um *allokative Schäden* – sprich um die Fehlallokation von Kapital am Primärmarkt – handelt oder lediglich *Umverteilungsschäden* in Frage stehen. Im ersten Fall hat der Emittent im Ergebnis Kapital zu Bedingungen aufnehmen können, die seinen realen Ertragsaussichten nicht entsprachen. Wenn in einem solchen Fall der Mehrbetrag nicht abgeschöpft würde, käme es zu einer Perpetuierung der Fehlallokation und somit in ökonomischer Diktion zu einer negativen Externalität. Soweit es um Primärmarktschäden geht, sprechen daher gewichtige volkswirtschaftliche Argumente für eine Emittentenhaftung, die bei der typischen Open-Market-Transaction am Sekundärmarkt nicht eingreifen. Zur Notwendigkeit einer persönlichen Organaußenhaftung ist damit jedoch wenig gesagt. Zwar lässt sich eine solche nicht aus Gründen der Sicherung gerechter Kapitalallokation am Primärmarkt rechtfertigen, jedoch könnten Anreizgesichtspunkte durchaus für eine persönliche Haftung (ggf. kumulativ zur Emittentenhaftung) sprechen.

Es lässt sich daher festhalten, dass die Auswirkungen der Organhaftung auf die Schadensallokation im Kapitalmarktdeliktsrecht zu vernachlässigen sind. Einem austarierten System der Unternehmens- und Organhaftung kommt dagegen eine zentrale Rolle dabei zu, die gewünschte Präventionswirkung für Unternehmensleiter zu erreichen, indem optimale Anreize gesetzt werden. Im Folgenden sollen daher die durch das Kapitalmarkthaftungssystem ausgehenden Anreizwirkungen genauer betrachtet werden. Zunächst wird untersucht, welche Anreize für Organwalter bestehen können, Primär- und Sekundärmarkt fehlerhaft zu informieren. Dabei sollen auch jeweils die Gefahren, die von einer übermäßigen Abschreckung ausgehen, beleuchtet werden. Am Ende soll jeweils das optimale Anreizsystem für Primär- und Sekundärmarkt ermittelt werden.

3. *Optimale Anreize für Unternehmensleiter am Primärmarkt*

a) *Ausgangspunkt: Informationsasymmetrien am Primärmarkt*

Primärmärkte dienen der Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital.²⁵ Ausgangspunkt einer Analyse der Anreizstruktur ist die Feststellung, dass Primärmärkte wesentlich durch Informationsasymmetrien gekennzeichnet sind. Dies ist unmittelbar einleuchtend für das Initial Public Offering, bei dem der Emittent erstmals seine Anteile zur Zeichnung anbietet. Aber auch Kapitalerhöhungen gehen mit Informationsasymmetrien einher, da die Unternehmensleitung gegenüber den zeichnungswilligen Anlegern ein

²⁵ Vgl. oben S. 109.

überlegenes Wissen bezüglich der wirklichen wirtschaftlichen Lage des Unternehmens und der Gründe für die Kapitalaufnahme hat.²⁶

aa) Motive für die Kapitalaufnahme

Welcher Art diese Informationsasymmetrien sind, erschließt sich bei einem Blick auf die Motive für einen „Börsengang“. Die Kapitalaufnahme auf öffentlichen Kapitalmärkten kann eine Reihe unterschiedlicher Gründe haben. Leitmotiv für das Initial Public Offering ist der (Eigen-)Kapitalmangel. Zugleich stellt die Aktienemission aber auch eine geeignete Methode dar, Wertsteigerungen der Anteile am Unternehmen zu realisieren.²⁷ Der wirtschaftliche Erlös eines IPOs kommt daher zumeist den Unternehmensgründern zugute, die im Regelfall auch auf den Börsengang und die Prospekterstellung Einfluss nehmen.²⁸

Etwas anders gelagert sind die Gründe für eine Kapitalerhöhung:²⁹ Diese kann daraus resultieren, dass die erwirtschafteten Einzahlungsüberschüsse aus dem Investitionsprogramm niedriger als erwartet ausfallen, so dass sich ein Nachfinanzierungsbedarf ergibt oder dass neue Investitionsprojekte realisiert werden sollen, deren Finanzierung nicht durch die freien Cash-Flows oder bereits bestehende Finanzierungsmöglichkeiten gesichert werden kann. Außerdem kann es zu einer Kapitalerhöhung über die öffentlichen Märkte kommen, wenn die Aktien des Unternehmens aus Sicht des Managements überwertet sind.³⁰ Kapitalerhöhungen, die aufgrund von Prospektfehlern zu fundamental überhöhten Preisen durchgeführt werden, kommen in der Regel den Altaktionären der Gesellschaft zugute, da deren Beteiligung nach der Kapitalerhöhung – gemessen an dem fairen Unternehmenswert – überproportional ist.³¹ Daneben ermöglicht die Kapitalaufnahme zu verfälscht günstigen Bedingungen den Managern auch die Durchführung von Investitionsprojekten, die sie sonst nicht durchführen könnten.³²

²⁶ Instrukтив *Myers/Majluf*, 13 J. Fin. Econ. 187 (1984).

²⁷ Zu diesen und weiteren Gründen für einen Börsengang siehe *Betsch/Groh/Lohmann*, *Corporate Finance*² (2000), S. 360 ff.; *Perridon/Steiner*, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*¹⁴ (2007), S. 362; *Schanz*, *Börseneinführung*³ (2007), S. 8 ff. Zu den strategischen Gründen (Signale für Konkurrenten, Zulieferer, Kunden und strategische Partner) für und gegen IPO's siehe *Draho*, *The IPO Decision* (2004), p. 64 et. seq.

²⁸ *Easterbrook/Fischel*, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 336.

²⁹ Zum Folgenden *Franke/Hax*, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁵ (2004), S. 563.

³⁰ Zu den Investitionsanreizen in dieser Situation siehe oben S. 117 f.

³¹ Vgl. *Easterbrook/Fischel*, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 338; *Schmidt/Terberger*, *Investitions- und Finanzierungstheorie*⁴ (1997), S. 432 ff.

³² *Bar-Gill/Bebchuk*, *Misreporting Corporate Performance*, Working Paper (2003), p. 12 et seq.

bb) Unternehmensfinanzierung als Prinzipal-Agent-Konflikt

In der Neuen Institutionenökonomik wird das Problem der Informationsasymmetrie bei der Unternehmensfinanzierung als Prinzipal-Agent-Konflikt modelliert.³³ Der Unternehmensleiter als Agent besitzt Informationen, welche der potentielle Investor als (zukünftiger) Prinzipal nicht besitzt, sog. „Hidden Information“. Die Informationen können sich z.B. auf die Managementfähigkeiten des Agenten beziehen oder die laufenden Geschäfte des Unternehmens betreffen. So kennt der Agent in der Regel das Marktpotential, die anstehenden Innovationen und die Konkurrenzsituation besser als der Prinzipal und kann daher sehr viel besser die Höhe und Verteilung der zukünftigen Zahlungsüberschüsse und damit den wahren Unternehmenswert abschätzen.³⁴

Weniger problematisch ist dagegen die „klassische“ Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Organwalter und Altaktionären, da zwischen ihnen im Falle der Kapitalaufnahme ein grundsätzlicher Interessengleichlauf besteht: Die bisherigen Eigenkapitaltitelinhaber möchten den Wert ihrer Beteiligung maximieren oder die Beteiligung zu einem möglichst hohen Preis abstoßen. Die Organwalter haben wiederum ein Interesse daran, neues Kapital zu möglichst guten Konditionen aufzunehmen, um so ihren eigenen Gestaltungsspielraum zu vergrößern (sei es, dass sie geringere Renditeerwartungen zu gewärtigen haben oder über einen größeren Fonds an Investitionsmitteln verfügen können). Gänzlich gleichlaufende Interessen bestehen, wenn der Organwalter zugleich Altaktionär ist oder – was sich als funktionales Äquivalent darstellt – durch Aktienoptionen, andere (emissions-)erfolgsbezogene Vergütungen oder family & friends-Programme direkt wie ein Altaktionär am Erlös des Börsengangs oder am Erfolg der Kapitalerhöhung partizipiert.

cc) Opportunismus und informationsbedingtes Marktversagen

Das Bestehen von Informationsasymmetrien zwischen der Unternehmensleitung und den potentiellen neuen Kapitalgebern birgt die Gefahr opportunistischen Verhaltens auf Seiten der Organwalter. Opportunistisch ist ein Verhalten, wenn sich der Einzelne ausschließlich an der Maximierung seines persönlichen Nutzens orientiert und sich dabei auch über vertragliche, gesetzliche und moralische Verpflichtungen hinwegsetzt, sofern ihm dies keine Nachteile bringt, welche die damit erreichbaren Vorteile überwie-

³³ Siehe etwa *Hartmann-Wendels*, in: Jost, *Prinzipal-Agenten-Theorie* (2001), S. 117 ff. Instruktiv zum Prinzipal-Agent-Konflikt *Arrow*, in: Pratt/Zeckhauser, *Principals and Agents* (1985), p. 37 et seq.; *Richter/Furubotn*, *Neue Institutionenökonomik*³ (2003), S. 173 ff.

³⁴ *Perridon/Steiner*, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*¹⁴ (2007), S. 524.

gen.³⁵ Da die Anleger selbst nicht in der Lage sind, den Wert des emittierten Wertpapiers richtig einzuschätzen, könnten die Organwalter versucht sein, falsche Informationen zu veröffentlichen, um so einen ungerechtfertigt hohen Preis zu erzielen.³⁶ Da der Manager, wie gezeigt, grundsätzlich ein Interesse an einer Kapitalaufnahme zu einem hohen Ausgabekurs hat, besteht ein genereller Anreiz zu solchem Handeln.

Dem opportunistischen Verhalten sind allerdings Grenzen gesetzt, denn es kann zu *informationsbedingtem Marktversagen* führen: Wenn die Anleger erwarten müssen, dass sie getäuscht und daher nicht in der Lage sein werden, den fairen Preis des Wertpapiers zu erfahren, sind sie nur bereit, einen durchschnittlichen Preis zu bezahlen, selbst wenn ihnen ein Angebot als überdurchschnittlich dargestellt wird (adverse selection). Sofern Emittenten dies antizipieren, besteht die Gefahr, dass keine überdurchschnittlichen Angebote mehr erfolgen, wodurch der Durchschnitt weiter absinkt, bis schließlich nur die schlechteste Qualitätsklasse angeboten wird, und der Markt keine Nachfrager mehr anlockt.³⁷

dd) Strategien zur Verhinderung informationsbedingten Marktversagens

Es liegt daher im Interesse der Organwalter selbst, glaubwürdig die Qualität ihres Angebots zu kommunizieren. Grundsätzlich werden drei Möglichkeiten diskutiert, wie dieser negative Ausleseprozess zu stoppen ist: Screening, Self Selection und Signaling.³⁸

Beim *Screening* erfolgt eine Überprüfung der Qualität des Produkts durch einen Dritten oder den Prinzipal. Zu denken ist hier insbesondere an Abschlussprüfer und ähnliche Experten. Dann stellt sich allerdings das Problem der Dritthaftung, denn ohne eine solche hat der Anleger keine Garantie, dass nicht Emittent und Dritter zu seinen Lasten zusammenarbeiten.³⁹ Auch der Sekundärmarkt als solcher kann im Falle von Kapitalerhöhungen börsennotierter Gesellschaften eine Screening-Funktion aus-

³⁵ Grundlegend zum Opportunismus *Williamson*, *Economic Institutions of Capitalism* (1985), p. 47 et seq.

³⁶ Vgl. *Teoh/Welch/Wong*, 53 J. Fin. 1935 (1998); *dies.*, 50 J. Fin. Econ. 63 (1998), wonach sowohl bei Börsengängen als auch bei Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen diejenigen Emittenten, die bilanzielle Bewertungsspielräume am aggressivsten ausnutzen in den Folgejahren signifikant unterdurchschnittliche Renditen erwirtschaften.

Allgemein zum opportunistischem Verhalten bei der Vertragsanbahnung *Fleischer*, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht* (2001), S. 184; *Richter/Furubotn*, *Neue Institutionenökonomik*³ (2003), S. 154 f.

³⁷ Das klassische Beispiel für Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrie vor Vertragsabschluss ist *Akerlofs* "market for lemons", vgl. *Akerlof*, 84 Q. J. Econ. 488, 489 et seq. (1970).

³⁸ Siehe etwa *Perridon/Steiner*, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*¹⁴ (2007), S. 525.

³⁹ Vgl. *Walter Doralt*, *Haftung der Abschlussprüfer* (2005), S. 141 ff.

üben. Die Bedingungen von Kapitalerhöhungen bereits börsennotierter Gesellschaften werden auch durch die Performance am Sekundärmarkt determiniert.⁴⁰ Am Sekundärmarkt besteht aber ebenfalls eine gewisse Informationsasymmetrie zwischen den Organwaltern und den Anlegern, so dass sich die Wahrscheinlichkeit opportunistischen Verhaltens auch im Fall der Kapitalerhöhung nicht mit Blick auf die Sekundärmarktpublizität abtun lässt.

Bei der *Self Selection* offeriert der Prinzipal dem Agenten mehrere Finanzierungsalternativen, aus denen der Agent auswählt. Zu denken ist hier etwa an Vorzugsaktien oder Anleihen, neben dem klassischen Eigenkapital. Dadurch kann der Anleger eine Grundsteuerung seines Risikos vornehmen und sich weniger angreifbar für opportunistisches Verhalten der Manager machen. Eine effektive Prävention opportunistischen Verhaltens lässt sich damit jedoch nicht erreichen.

Beim *Signaling* versucht der Agent schließlich, durch bestimmte Aktionen selbst die Qualität der Anlage zu signalisieren. Eine Möglichkeit ist die „Selbstbindung“⁴¹ in Form der Prospekthaftung.⁴² Wer eine Emission unter einem rechtlichen Regime vornimmt, das für eine effektive Prospekthaftung bekannt ist, gibt damit den Anlegern ex ante zu verstehen, dass sie auf die Qualität seines Angebots vertrauen können.

b) *Persönliche Haftung als Signaling bei Informationsasymmetrien*

Fraglich ist indes, ob das Signaling mittels einer Prospekthaftung des Emittenten ausreicht oder es notwendig ist, eine persönliche Haftung des Organwalters vorzusehen, um tatsächlich opportunistisches Verhalten zu unterdrücken. Teilweise wird vertreten, eine persönliche Prospekthaftung der Organwalter sei nicht erforderlich. Die Gesellschaft, genauer der Mehrheitsaktionär, habe aufgrund der Gefahr des informationsbedingten Marktversagens bei fehlender glaubwürdiger Bindung selbst ein Interesse daran, dem Management effiziente Anreize zur Abschreckung von Fehlinformation zu setzen (insbesondere durch Binnenhaftung). Eine Prospekthaftung des Emittenten reiche daher aus, um der Gefahr opportunistischen Verhaltens auf Seiten des Managements zu begegnen.⁴³ Ob dies tatsächlich

⁴⁰ Siehe dazu ausführlich oben S. 135.

⁴¹ Zum Konzept der glaubhaften Selbstverpflichtung *Richter/Furubotn*, *Neue Institutionenökonomik*³ (2003), S. 328, 332; *Schelling*, *Strategy of Conflict* (1960), p. 24 et seq.

⁴² Zur Prospekthaftung als Reaktion auf informationsbedingtes Marktversagen *Assmann*, *Prospekthaftung* (1985), S. 273 ff. Zur Notwendigkeit gesetzlicher Offenlegungs- und Haftungspflichten bereits oben S. 199 ff.

⁴³ *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: *Kalss*, *Vorstandshaftung* (2005), S. 95, 129; a.A. *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 655 f.: „Dies würde offensichtlich die rechtspolitisch wichtige Anreizstruktur zerstören“.

so ist, soll im Folgenden untersucht werden. Zunächst wird die persönliche Interessenlage der Manager bei der Kapitalaufnahme, wie sie sich im Zusammenhang mit der Corporate Governance darstellt, genauer betrachtet.

aa) Zusammenhang von Kapitalaufnahme und Unternehmenskontrolle

Primärmarkttransaktionen stellen in der Regel außergewöhnliche Ereignisse im „Lebenslauf“ einer Kapitalgesellschaft dar und weisen einen immanenten *Bezug zur Corporate Governance* auf. Die Aufnahme von Kapital auf öffentlichen Märkten leitet zumeist – wenn man einmal von kontinuierlichen Finanzierungsmaßnahmen wie der Begebung von Unternehmensanleihen im Rahmen sog. MTN-Programme⁴⁴ absieht – größere neue Investitionsprojekte ein oder führt zu einer Neuausrichtung der vorhandenen Investitionen. Daher ist die Unternehmensleitung gefordert, den eigenen Aktionären die *Gründe für den Kapitalbedarf* im Rahmen der Berichtspflichten bei Kapitalerhöhungen zu erklären. Ähnlicher Erklärungsbedarf besteht gegenüber potentiellen Anlegern; dem dienen Wertpapierprospekt und Werbemaßnahmen wie Roadshows. Dabei geht es einerseits um die Darstellung des Unternehmens, der geplanten und bereits realisierten Projekte als Grundlage zukünftiger Zahlungsströme. Gleichzeitig oder grundlegender betrachtet steht das Management vor der Aufgabe, den Anlegern das eigene Konzept zur Leitung des Unternehmens vorzustellen oder sogar rechtfertigen zu müssen, warum die bisherige Planung nicht ohne eine zusätzliche Kapitalaufnahme zu realisieren ist.

bb) Interessenkonflikte des Organwalters bei der Kapitalaufnahme

Primärmarkttransaktionen richten daher das Augenmerk eines großen Anlegerkreises auf die Corporate Governance des Emittenten. Sofern der Primärmarkt alloktionseffizient ist und die Geschäftsaussichten des Emittenten – sofern bekannt – korrekt bepreist, kann es zu einem Interessenkonflikt bei den Managern weniger erfolgreicher Unternehmen kommen, der einen starken Anreiz setzt, eine in Wirklichkeit schlechte Lage des Emittenten zu verschleiern.⁴⁵ Andererseits besteht ein ähnlicher Anreiz, mögliche alloкатive Ineffizienzen des Kapitalmarkts auszunutzen, um durch die Aufnahme von Eigenkapital zu oberhalb des fairen Preises liegenden Konditionen die eigene ineffiziente Investitionspolitik auszuweiten. Wenn ein Organwalter Fehler bei der Leitung des Unternehmens gemacht hat, die dazu führen, dass die bisherige Kapitalplanung nicht mehr ausreicht und neues Kapital aufgenommen werden muss, besteht ein be-

⁴⁴ Dazu *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), § 52 BörsZulV Rn. 9. Vgl. auch *Schäfer*, DB 1999, 652.

⁴⁵ Siehe erneut *Myers/Majluf*, 13 J. Fin. Econ. 187 (1984).

sonders starker persönlicher Anreiz zur Fehlinformation des Primärmarktes.

(1) *Verdeckung von Missmanagement*

Hat ein Manager bereits einen Leitungsfehler begangen oder sich opportunistisch verhalten, muss er befürchten, im Falle der Offenlegung Nachteile zu erleiden. In Betracht kommen Gehaltseinbußen, die Entlassung und ggf. öffentliche Rufschädigung oder auch Regressansprüche, sofern die Grenzen des unternehmerischen Ermessens überschritten wurden.

In solcher Lage steht der Unternehmensleiter vor der Alternative, sein Missmanagement den bisherigen Aktionären offenzulegen (und damit die persönlichen Nachteile in Kauf zu nehmen) oder durch Täuschung des Kapitalmarkts neues Kapital aufzunehmen und zu versuchen, durch den derart erlangten Spielraum die vorherigen Fehler zu verdecken und im besten Falle langfristig auszugleichen. Eine ähnliche Anreizsituation wird unter dem Schlagwort "last-period"-Problem für die Haftung am Sekundärmarkt diskutiert.⁴⁶ Interne Anreize (etwa in Form der Binnenhaftung) vermögen dann nicht viel auszurichten, wenn sich der Manager gegenüber den bisherigen Aktionären bereits opportunistisch verhalten hat. Letztlich wandelt sich die Sorgfaltspflichtverletzung der Vergangenheit, dadurch dass sie zur Vermeidung persönlicher Nachteile nicht offengelegt, sondern vertuscht wird, in eine Treuepflichtverletzung. Der Organwarter handelt nicht mehr vorrangig im Interesse des Emittenten bzw. der Altaktionäre, sondern in seinem eigenen (Verdeckungs-)Interesse.

(2) *Eigene Beteiligungsinteressen*

Eine genauere Betrachtung lohnt auch die Konstellation, in welcher der Organwarter zugleich als Altaktionär an dem Emittenten beteiligt ist oder mittels Aktienoptionen von dem Erfolg einer günstigen Kapitalaufnahme profitiert. In diesem Fall besteht ein besonderer Anreiz, den Wert des bisherigen Eigenkapitals zu Lasten der Neuaktionäre zu maximieren. Dies kann geschehen, indem eine Überbewertung am Sekundärmarkt zur Ausgabe neuer Aktien ausgenutzt wird oder indem die Neuaktionäre über die Ertragsaussichten geplanter Investitionsprojekte getäuscht werden. In beiden Fällen findet eine Umverteilung des aufgenommenen Kapitals zugunsten der Altaktionäre statt, da diese von dem insgesamt erhöhten Unternehmenswert profitieren, ohne selbst einen überhöhten Preis für ihre Beteiligung gezahlt zu haben.⁴⁷

⁴⁶ Dazu unten S. 388 f.

⁴⁷ Siehe Nachweise in Fn. 31.

Gleichzeitig verlieren die Binnenanreize an Wirkungskraft, wenn der Organwalter persönlich einen gewichtigen Aktienanteil hält. Grundsätzlich wird ein Organwalter in dieser Situation nicht mit einer Entdeckung der Fehlinformation rechnen; aber auch in diesem Fall besteht nicht die Erwartung, bei einer reinen Binnenhaftung einen Nachteil zu erleiden. Zunächst ist es möglich, dass der Organwalter durch die Wertsteigerung seiner eigenen Aktien/Optionen (und der Erwartung, diese realisieren zu können, ehe der Markt die Täuschung erkannt und den Kurs angepasst hat) einen Gewinn macht, der die ex ante zu erwartenden Kosten einer Inanspruchnahme im Binnenverhältnis übersteigt. Letztere sind insbesondere deshalb niedrig, da sich zuerst der Emittent gegen die Klagen von getäuschten Anlegern verteidigen und schon aus Eigeninteresse an einer glaubwürdigen Verteidigung den Organwalter schützen wird. Erst im Falle einer Verurteilung des Emittenten wird die Frage des Binnenregresses tatsächlich relevant. Bei einer starken internen Stellung des Gesellschafterorganwalters bestehen gute Chancen, dass die verantwortlichen Gremien von einer Geltendmachung des Regressanspruchs absehen. Solange zudem viele Aktionäre aufgrund rationaler Apathie darauf verzichten, ihre Ansprüche geltend zu machen, besteht die nahe liegende Erwartung, auch im Falle der für unwahrscheinlich gehaltenen Entdeckung insgesamt einen Gewinn aus der Falschinformation ziehen zu können. Wie beim vorangegangenen opportunistischen Verhalten steht in der Situation des erheblich an der Gesellschaft beteiligten Organwalters, der zur Förderung seiner eigenen Interessen falsche Angaben in den Prospekt aufnimmt, letztlich ebenfalls eine Verletzung von Treuepflichten im Raum, da der Organwalter zur Erreichung eines privaten Vorteils seine Sorgfaltspflichten verletzt. Die reine Binnenhaftung ist in dieser Situation nicht zur hinreichenden Abschreckung geeignet.

cc) Zwischenfazit

Es kann daher festgehalten werden, dass namentlich in zwei Situationen für Unternehmensleiter ein erheblicher *Anreiz zur Falschinformation des Primärmarkts* besteht. Einerseits dann, wenn der Unternehmensleiter derart gravierende Leitungsfehler im Bereich der Finanzierung/Investitionsplanung begangen hat, dass er bei deren Bekanntwerden mit einer Haftung oder einem Arbeitsplatzverlust rechnen muss und andererseits dann, wenn der Organwalter selbst als Aktionär/Aktienoptionsinhaber maßgeblich an der Gesellschaft beteiligt ist. Eine reine Unternehmenshaftung genügt in diesen Fällen nicht zur effektiven Abschreckung.

c) Gefahr der Überabschreckung durch Primärmarkthaftung

Auf der anderen Seite sind die Gefahren zu bedenken, die von einer zu starken Abschreckung ausgehen. Ziel der Primärmarktpublizität und -haftung ist die Überwindung von Informationsasymmetrien. Häufig wird argumentiert, eine zu starke Haftung könne dazu führen, dass nur noch ein Minimum an Informationen veröffentlicht wird⁴⁸ bzw. dass Emittenten und Emissionsbegleiter abgeschreckt werden,⁴⁹ so dass die Verstärkung der Haftung den Anlegern letztlich gar nicht zugute komme.⁵⁰ Wenn eine zu hohe Unsicherheit über die Haftungsvoraussetzungen bestehe, führe dies im Ergebnis dazu, dass im Zweifel auf kostenverursachende Offenlegungsmaßnahmen verzichtet werde.⁵¹ Diesen Einwänden ist zuzugeben, dass eine auf Steuerungswirkungen ausgelegte Haftung nur dann erfolgreich sein kann, wenn die betreffenden Unternehmensleiter ex ante erkennen können, welche Verhaltensanforderungen das Recht an sie stellt.

aa) Führt Haftung zu einem unteroptimalen Veröffentlichungsniveau?

Haftungsrisiken führen stets dazu, dass Vermeidungsstrategien entworfen werden. Ob allerdings dadurch am Primärmarkt ein unteroptimales Veröffentlichungsniveau erreicht wird, ist nicht so eindeutig, wie es die warnenden Stimmen nahe zu legen scheinen. Denn aufgrund der Notwendigkeit, mittels Signaling die Qualität des eigenen Angebots glaubhaft darzustellen und so die bestmöglichen Konditionen der Kapitalaufnahme zu erreichen, besteht ein erheblicher Anreiz, wahre und beweisrechtlich gut belegbare Informationen zu veröffentlichen, die die Anlage in Papiere des Emittenten attraktiv erscheinen lassen.

Sind die Ertragsaussichten tatsächlich schlecht, ist die Konsequenz funktionierender Allokationsmechanismen, dass Kapital nur zu einem schlechteren Kurs, d.h. unter Inaussichtstellung einer relativ höheren Rendite als Ausgleich für das erhöhte Risiko, aufgenommen werden kann. Werden im Prospekt die Aussichten zu positiv dargestellt, tritt genau der Fall ein, in dem eine Haftung rechtspolitisch erwünscht ist, da so die Fehlallokation ausgeglichen werden kann. Anreize, auf derartige Veröffentlichungen bereits ex ante zu verzichten, sind deshalb höchst erwünscht und keineswegs gegen die Interessen der Anleger. Plakativ gesprochen greift die Haftung nur dann ein, wenn fehlerhafte Informationen verbreitet werden, so dass seriöse Anbieter nichts zu befürchten haben und grundsätzlich

⁴⁸ Vgl. *Semler/Gittermann*, NZG 2004, 1081, 1085.

⁴⁹ *Groß*, AG 1999, 199, 205.

⁵⁰ *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 81 (mit Blick auf die Haftung der Emissionsbank).

⁵¹ *Schönenberger*, Ökonomische Analyse (2000), S. 102 f.

auch keiner Abschreckung unterliegen sollten.⁵² Der BGH hat dazu ausgeführt, das beachtliche Interesse einer Gesellschaft, neue Aktien unterzubringen, entbinde nicht von der Pflicht, im Emissionsprospekt eine wahrheitsgetreue, vollständige und auch realistische Darstellung zu geben. Leide hierunter der Absatz, so sei dies in der Sache selbst begründet und von den Beteiligten in Kauf zu nehmen. Keinesfalls dürften sie das Erfolgsrisiko einer Kapitalerhöhung dadurch auf den Anleger abwälzen, dass sie in ihm Erwartungen wecken, die sachlich nicht genügend fundiert sind.⁵³

*bb) Unteroptimales Veröffentlichungsniveau bei Rechtsunsicherheit?
Analyse der Rechtsprechung zur Börsenprospekthaftung*

Eine gesamtwirtschaftlich unerwünschte Überabschreckung ist allerdings dann zu befürchten, wenn auf die Veröffentlichung wahrheitsgemäßer und anlegerdienlicher Informationen verzichtet wird, etwa aus Sorge, die *Gerichte* seien nicht richtig in der Lage, die Rechtmäßigkeit der Primärmarktinformation zu erkennen. Letzteres kann wiederum tatsächliche Gründe haben, etwa die Unmöglichkeit, die Richtigkeit einer Information gerichtsfest zu belegen, oder – was im vorliegenden Kontext wahrscheinlicher ist – auf Zweifeln an der Fachkunde der Richter beruhen. Ein wichtiger Grund kann auch schlicht darin liegen, dass eine entscheidende Rechtsfrage bisher noch nicht gerichtlich geklärt ist. Eine Analyse derjenigen höchstrichterlichen Entscheidungen, in denen eine Prospekthaftungsklage erfolgreich war, legt eine solche Vermutung indes nicht nahe.

In der *BuM-Entscheidung*⁵⁴ aus dem Jahr 1982 hat der BGH einen Prospektfehler bejaht, weil in dem Emissionsprospekt für eine Kapitalerhöhung eine fehlerhafte Prognose über den voraussichtlichen Erfolg einer Sanierung des Emittenten enthalten gewesen sei. Es handelte sich um die erste höchstrichterliche Entscheidung zu einer börsengesetzlichen Prospekthaftungssache seit über 70 Jahren und bis dahin war die Haftung für Prognosen von der h.M. in der Literatur grundsätzlich abgelehnt worden.⁵⁵ Der BGH vertrat die Auffassung, ein Prospektfehler liege vor, wenn lediglich mit einem Rückgang des Verlusts gerechnet, in dem Emissionsprospekt

⁵² Anders *Posner*, *Economic Analysis of Law*⁷ (2007), p. 481, der betont, dass manche Informationen für bestimmte (ungeschulte) Anleger irreführend, für andere dagegen hilfreich sein können. Anders als in den USA, in denen der Emittent im Grundsatz verschuldensunabhängig haftet – dazu oben S. 85 – würde ein solcher Fall in Deutschland regelmäßig an den subjektiven Voraussetzungen der Haftung scheitern. Daher steht auch ex ante eine entsprechende Überabschreckung nicht zu befürchten.

⁵³ BGH NJW 1982, 2823, 2826.

⁵⁴ BGH NJW 1982, 2823.

⁵⁵ Vgl. *Meyer/Bremer*, *BörsG*⁴ (1957), § 45 Anm. 3; *Schwark*, *BörsG* (1976), §§ 45, 46 Rn. 5.

jedoch ausgeführt wird, dass sich „das Ergebnis [...] gegenüber dem Vorjahr verbessern“ werde. Nach der „in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache“ sei dies vielleicht eine zutreffende Darstellung, entscheidend sei aber nicht der „Buchstabe, sondern der Gesamteindruck auf einen durchschnittlichen Anleger“. Auch insoweit war zuvor nicht vertreten worden, dass es auf den „durchschnittliche Anleger“ als Adressat des Prospekts ankäme.⁵⁶

Die Entscheidung stellte daher aller Wahrscheinlichkeit nach einen Einschnitt für die Praxis der Prospekterstellung dar. Dies ist allerdings ohne weiteres noch mit der Steuerungsfunktion des Haftungsrechts vereinbar, erhielten zukünftige Prospektersteller so doch Rechtssicherheit. Der BGH setzte nur bei den objektiven Voraussetzungen der Haftung bislang unbekannte Maßstäbe an. Letztlich verwies er die Sache aber an das Berufungsgericht zurück, um die subjektiven Voraussetzungen der Haftung zu klären. Eine Überabschreckung wäre nur zu erwarten, wenn aus der Annahme eines bisher nicht anerkannten Prospektfehlers zugleich auf den subjektiven Tatbestand geschlossen worden wäre.

Die subjektiven Anforderungen der Prospekthaftung hat dann das OLG Frankfurt in einer späteren Entscheidung für das Verschweigen wesentlicher Umstände derart konkretisiert, dass ein „böslisches Verschweigen“ im Sinne von § 45 BörsG a.F. vorliege, wenn der Prospektverantwortliche Angaben kennt, die er als wesentlich ansieht, diese aber nicht in den Prospekt aufnimmt, oder wenn der Prospektverantwortliche Angaben zwar nicht für erheblich hält, von deren Unerheblichkeit für die Anleger aber auch nicht überzeugt ist.⁵⁷ Dies ist eine derart hohe Schwelle, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass Prospektersteller aus Sorge vor einer übermäßigen Haftungsgefahr darauf verzichten mussten, sinnvolle Angaben in Prospekten aufzunehmen bzw. als offensichtlich irrelevant erkannte Angaben wegzulassen. Im Rahmen der nunmehr geltenden groben Fahrlässigkeit werden kaum andere Maßstäbe gelten.

In den sonstigen veröffentlichten höchstrichterlichen Entscheidungen, in denen eine Börsenprospekthaftung bejaht wurde, waren jeweils unzweifelhaft veröffentlichungspflichtige Umstände verschwiegen worden. So ging es etwa in einem Fall um das Verschweigen einer Anfechtungsklage gegen den Hauptversammlungsbeschluss, welcher der zum Erwerb angebotenen Kapitalerhöhung zugrunde lag.⁵⁸ In einem anderen Urteil wurde die Praxis einer nicht-börsennotierten Gesellschaft verschwiegen, fortlaufend mehr-

⁵⁶ Vgl. etwa *Meyer/Bremer*, BörsG⁴ (1957), § 45 Anm. 1: „das Publikum“ und *dies.*, a.a.O., § 36 Anm. 7: „Zu der erforderlichen Information des Publikums [...] ist auch notwendig, daß die Angaben in deutlicher und übersichtlicher Fassung gemacht werden“.

⁵⁷ OLG Frankfurt NZG 2004, 483, 484.

⁵⁸ BGHZ 139, 225, 231.

fach im Jahr Kapitalerhöhungen vorzunehmen und Anlegern zur Zeichnung anzubieten, so dass der Sekundärmarkt für bereits emittierte Anteile fast ganz zum Erliegen gebracht worden war.⁵⁹ Grenzfälle, in denen an der Veröffentlichungspflichtigkeit oder Unrichtigkeit einer Angabe ex ante ernsthaft hätte gezweifelt werden können, haben – soweit ersichtlich – nicht zu einer Verurteilung der Prospektverantwortlichen geführt.⁶⁰

Jedenfalls in dem hier exemplarisch untersuchten Bereich der Börsenprospekthaftung sind keine Anzeichen einer ex ante nicht abschätzbaren Rechtsprechung zu erkennen, die zu einer volkswirtschaftlich unerwünschten Überabschreckung führen könnte.

d) *Überabschreckung risikoaverser Manager bei persönlicher Haftung?*

Auf Ebene der persönlichen Haftung wird häufig das im Shareholder-Value-Konzept⁶¹ verwurzelte Argument vorgebracht, Manager seien grundsätzlich risikoavers eingestellt, während es im Interesse der diversifizierten Portfolioinvestoren liege, dass sich das Unternehmen risikoneutral verhalte. Deshalb sollten positive Anreize, etwa in Form von Aktienoptionsprogrammen gesetzt werden, die die Manager für ein risikoneutrales Verhalten belohnen, während sie auf der anderen Seite nicht für unternehmerische Misserfolge haftbar gemacht werden sollten.⁶² Diese Einwände haben eine grundsätzliche Berechtigung, greifen jedoch im Falle der persönlichen Prospekthaftung im Ergebnis nicht durch.

Die ordnungsgemäße Information des Primärmarkts bei der Kapitalaufnahme stellt keine Investitions-, sondern eine *Finanzierungsentscheidung* dar.⁶³ Die Handlungsanweisung, risikoneutral zu handeln, ist aber auf Investitionsprojekte gemünzt und bedeutet, dass solche Projekte, die risikoadjustiert einen höheren Nettobarwert aufweisen, deren Erfolgsaussichten aber unsicher sind, eher realisiert werden sollten als Projekte mit einem sicheren, aber niedrigeren Ertrag.⁶⁴ Bei der Finanzierungsseite geht es dagegen darum, die anstehenden Investitionen möglichst günstig zu finanzieren. Wie bereits oben dargelegt,⁶⁵ besteht insoweit kein Interessenge-

⁵⁹ OLG Frankfurt NZG 2004, 483 f.

⁶⁰ Siehe z.B. OLG Frankfurt WM 2004, 1831, 1833 wonach der Hinweis auf eine Lock-up-Vereinbarung bezüglich der Aktien der Gründungsgesellschafter nicht deshalb falsch ist, weil eine solche nicht dinglich abgesichert ist.

⁶¹ Dazu oben S. 147 ff.

⁶² Der Sache nach (ohne Erwähnung des Shareholder-Value-Konzepts) *Fleischer*, in: FS Wiedemann (2002), S. 827, 830; *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 33. Allgemein zum Shareholder-Value-Konzept im Rahmen der Vorstandshaftung *Paefgen*, Unternehmerische Entscheidungen (2002), S. 58 ff.

⁶³ Dazu bereits oben S. 107 f.

⁶⁴ Ausführlich oben S. 149.

⁶⁵ Vgl. oben S. 373.

gensatz zwischen Unternehmensleiter und Aktionär, da beide grundsätzlich an einer „günstigen“ Kapitalaufnahme interessiert sind. Ein Organwalter, dem es gelingt, Kapital zu einem ungerechtfertigt niedrigen Kapitalkostensatz aufzunehmen, muss keine Investitionsprojekte mit einem erhöhten Unsicherheitsgrad (und dementsprechend im Erfolgsfall höheren Ertrag) vornehmen, um seine „Kapitalkosten zu verdienen“. Aus der grundsätzlichen Risikoaversität von Managern folgt also sogar ein Anreiz, mittels Fehlinformation des Primärmarkts Kapital zu fundamental nicht gerechtfertigten Konditionen aufzunehmen. Statt eines Agency-Konflikts gegenüber den Altaktionären steht bei der Kapitalaufnahme opportunistisches Verhalten gegenüber den Neuanlegern zu befürchten.

Die Veröffentlichung fehlerhafter Prospekte ist kein „unternehmerischer Misserfolg“ im Sinne des Shareholder-Value-Konzepts, der aus Gründen der Anreizsetzung zugunsten risikoneutralen Verhaltens von einer Haftung freigestellt werden sollte, sondern der Versuch, eine effiziente Kapitalallokation am Primärmarkt zu umgehen. Dies kann die Funktionsfähigkeit der Primärmärkte beeinträchtigen und dazu führen, dass im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes sinnvolle Investitionen nicht vorgenommen werden können, weil die Anleger aufgrund von adverse selection nicht bereit sind, das dafür benötigte Kapital zu fairen Konditionen zur Verfügung zu stellen. Eine dysfunktionale Überabschreckung durch persönliche Prospekthaftung ist daher nicht anzunehmen. Vielmehr liegt es auf der Linie eines wohlverstandenen Shareholder-Value-Konzepts, Manager durch effektive Haftung von der Fehlinformation des Primärmarktes abzuhalten.

4. Optimale Anreize für Unternehmensleiter am Sekundärmarkt

Die Anreize für eine Fehlinformation des Sekundärmarktes sind in wesentlicher Hinsicht anders gelagert als auf dem Primärmarkt. Dies hängt mit den unterschiedlichen Funktionen der Märkte zusammen. Sekundärmärkte dienen nicht der Kapitalaufnahme durch den Emittenten, sondern dem Handel mit bereits emittierten Finanzinstrumenten.⁶⁶

Im Gegensatz zum Primärmarkt, bei dem der Gewinn des Emittenten durch die Fehlinformation gleich dem Verlust der Anleger ist,⁶⁷ ist am Sekundärmarkt der Nutzen einer Fehlinformation für den Emittenten prima facie weitaus geringer, da er nicht direkt von dem erhöhten Börsenkurs profitiert. Es scheint daher auf den ersten Blick kaum Anreize zur Fehlinformationen des Sekundärmarkts zu geben.⁶⁸ Vor diesem Hintergrund wird

⁶⁶ Der Fall der Kapitalerhöhung am Sekundärmarkt wird hier als eine Spielart des Primärmarktes verstanden; dazu bereits oben S. 109.

⁶⁷ Dies bedeutet noch nicht, dass auch ein entsprechend hoher allokativer Schaden auftritt, siehe *Schönenberger*, *Ökonomische Analyse* (2000), S. 107 ff.

⁶⁸ Vgl. *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 106 (1997).

häufig vertreten, die Haftungsandrohung am Sekundärmarkt könne erheblich geringer ausfallen als am Primärmarkt, um eine wirksame Abschreckung zu erreichen.⁶⁹ Auf der anderen Seite erscheinen auch die Gefahren der Fehlinformation des Sekundärmarktes nicht so groß zu sein. Denn zwischen den *Parteien* der Sekundärmarkttransaktion besteht keine Informationsasymmetrie,⁷⁰ so dass die Gefahr von Fehlinformationen nicht geeignet ist, zu einem Marktversagen durch adverse selection nach dem Muster des "lemon market" zu führen. Die Möglichkeit einer Fehlinformation erhöht lediglich das Risiko der auf dem Markt tätigen Anleger, eröffnet ihnen aber auch die Chance auf einen windfall profit.⁷¹ Dies alles legt nahe, dass aus ökonomischer Sicht ein weitaus geringeres Bedürfnis für eine Sekundärmarkthaftung besteht, als es beim Primärmarkt der Fall ist.

Inwieweit dies zutrifft, hängt wiederum von den durch fehlerhafte Sekundärmarktpublizität hervorgerufenen Schäden einerseits und den Gründen, weshalb Manager Anreize zu einer Fehlinformation des Sekundärmarktes haben, andererseits ab.

a) *Ökonomisch relevante Schäden*

aa) *Übermäßige Abschreckung aufgrund geringer sozialer Schäden?*

Teilweise wird vertreten, der durch fehlerhafte Sekundärmarktpublizität verursachte soziale Schaden (im Gegensatz zu den privaten Schäden der Investoren, die sich auf Ebene des Gesamtmarkts lediglich als Umverteilungsschäden darstellen⁷²) läge allein in der suboptimalen Allokation von Wertpapieren und in einer Verzerrung des Marktes für Unternehmenskontrolle und sei damit weitaus geringer anzusetzen als die privaten Schäden der Investoren. Da nur ein solcher Verhütungsaufwand volkswirtschaftlich erwünscht ist, der nicht höher als die dadurch verhinderten sozialen Schäden liegt,⁷³ führe der volle Ersatz privater Schäden zu einer übermäßigen Abschreckung.⁷⁴

⁶⁹ Schäfer/Ott, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 654; Schäfer, in: Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 161, 175 ff.; Eckert/Grechenig/Stremitzer, in: Kalss, *Vorstandshaftung* (2005), S. 95, 133.

⁷⁰ Wohl aber zwischen der Unternehmensleitung und den Anlegern.

⁷¹ Eckert/Grechenig/Stremitzer, in: Kalss, *Vorstandshaftung* (2005), S. 95, 130. Siehe auch Schäfer, in: Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 161, 176.

⁷² Diese Betrachtung missachtet die Schäden durch Insiderhandel, siehe oben S. 143.

⁷³ Dazu unten S. 457 f.

⁷⁴ Eckert/Grechenig/Stremitzer, in: Kalss, *Vorstandshaftung* (2005), S. 95, 133 f.; siehe auch Easterbrook/Fischel, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 641 f. (1985); Schäfer/Ott, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 654.

bb) Ungenauigkeit in der Messung der sozialen Schäden

Eine solche Betrachtung geht unausgesprochen davon aus, dass die durch eine „Verzerrung des Marktes für Unternehmenskontrolle“ auftretenden sozialen Schäden – also Kosten, die dadurch entstehen, dass ein eigentlich erfolgloses Management es mittels der Manipulation von Börsenkursen durch Fehlinformation des Sekundärmarkts schafft, sich vor einer Entlassung (sei es durch einen Übernehmer, sei es durch die eigenen Aktionäre) zu schützen – durchschnittlich geringer seien als die durch getäuschte Anleger erlittenen Kursschäden. Diese Annahme ist eine Frage des Einzelfalles und es ist nicht unwahrscheinlich, dass sie in vielen Fällen nicht zutrifft.⁷⁵

Grundlegender ist jedoch der Einwand, dass weitere soziale Verluste durch fehlerhafte Sekundärmarktpublizität entstehen können, die im Rahmen der gewünschten Abschreckung ebenfalls in Rechnung zu stellen sind.⁷⁶ So entfaltet der Sekundärmarktkurs erhebliche Rückwirkungen auf die Investitionspolitik des Emittenten, indem bei einer fundamentalen Überbewertung auch solche Investitionsprojekte realisiert werden, die tatsächlich einen negativen Nettobarwert aufweisen und daher sowohl aus betriebs- als auch aus volkswirtschaftlicher Sicht nicht durchgeführt werden sollten.⁷⁷ Ein weiterer sozialer Schaden, der durch fehlerhafte Sekundärmarktinformation hervorgerufen wird, liegt in dem Vertrauensverlust, den ein Gesamtmarkt erleidet, wenn es mehr als nur einmal zu Verstößen gegen die Publizitätspflichten kommt. Dieser Vertrauensverlust ist zwar – wie gezeigt – nicht geeignet, zu einem Marktversagen zu führen, sondern erhöht lediglich das Risiko der Investoren. Wenn es tatsächlich zu einem Verlust des Anlegervertrauens in den gesamten Markt oder ein bestimmtes Marktsegment kommt, ist davon aber nicht mehr nur das idiosynkratische Risiko einzelner Papiere, sondern das systematische Risiko des Gesamtmarktes betroffen. Ein solches erhöhtes Risiko schlägt sich ebenfalls in volkswirtschaftlich relevanter Weise nieder, indem es einerseits die Breite des Marktes dadurch verringert, dass besonders risikoaverse Anleger ihr Kapital zugunsten weniger riskanter Anlagen abziehen. Andererseits werden die verbleibenden Anleger bereits am Primärmarkt einen Risikoab-

⁷⁵ Siehe etwa *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 644 (1985): Die Kursverluste könnten “serve as a very rough multipliers of the real ‘net harm’”. Letztlich müsste man eine empirische Untersuchung vornehmen, die allerdings vor der Schwierigkeit steht, wie der soziale Schaden gemessen werden kann, der dadurch entsteht, dass ein unfähiges Management das Unternehmen weiterhin leitet und dringend erforderliche Restrukturierungen unterbleiben.

⁷⁶ Dazu auch bereits oben S. 142.

⁷⁷ Ausführlich oben S. 138.

schlag für das erhöhte Risiko verlangen und so die Kapitalkosten der Emittenten steigen.

Die durch fehlerhafte Sekundärmarktpublizität verursachten sozialen Schäden sind also keinesfalls so marginal, wie es die inzwischen eingeschliffene Rezeption der ökonomischen Grundlagen durch die Rechtswissenschaft glauben machen will. Zugegebenermaßen lassen sich die sozialen Kosten fehlerhafter Publizitätsakte am Sekundärmarkt schwerer bemessen als am Primärmarkt; das heißt aber nicht, dass sie zu vernachlässigten wären.

b) Anreize zur Fehlinformation des Sekundärmarktes im Allgemeinen

aa) Häufige Gründe für Fehlinformationen

In der rechtswissenschaftlichen Literatur werden vor allem drei Bereiche ausgemacht, in denen die Organwalter einen Anreiz zur Fehlinformation des Marktes haben: Als klassischer Fall gilt das sog. "last-period"-Problem (auch: gambling for resurrection), wenn der Vorstand aufgrund schlechter Unternehmensführung den Verlust seines Arbeitsplatzes befürchten muss und hofft, durch die Fehlinformation Zeit zur Rettung seiner Position zu gewinnen.⁷⁸ Daneben werden Konstellationen diskutiert, in denen Manager aufgrund erfolgsabhängiger Vergütung oder eigener Beteiligung an der Gesellschaft den Wert ihrer Vergütung oder Beteiligung steigern möchten.⁷⁹ Jenseits dieser Fälle wird allein die Gefahr des Arbeitsplatzverlustes als hinreichende Abschreckung angesehen⁸⁰ und betont, eine übermäßige Abschreckung würde zu einer geringeren Veröffentlichung von Informationen führen als erwünscht.⁸¹

Ein weiterer häufig genannter Fall der Fehlinformation des Sekundärmarkts ist der Schutz eines noch in der Durchführung befindlichen Plans

⁷⁸ Arlen/Carney, 1992 U. Ill. L. Rev. 691, 701 et seq.; Eckert/Grechenig/Stremitzer, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 133; ähnlich Gulati, 46 UCLA L. Rev. 675, 696 et seq. (1999) (mit Bezug auf den Primärmarkt).

⁷⁹ Eckert/Grechenig/Stremitzer, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 133, 136. Kritisch Langevoort, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 112 (1997): "But we must be cautious about the plausibility of this kind of story", mit Verweis auf die Regeln über Insiderhandel. Es handelt sich tatsächlich um den Lehrbuchfall eines Insiderhandels, so dass auch eine hohe Wahrscheinlichkeit der Entdeckung durch die Finanzmarktaufsicht angenommen werden kann.

⁸⁰ Arlen/Carney, 1992 U. Ill. L. Rev. 691, 702. Allgemein Fama, 88 J. Pol. Econ. 288 (1980). Empirische Studien aus den USA belegen, dass "Outside Directors", die mit einer Fehlinformation des Kapitalmarkts in Zusammenhang gebracht werden, zwar häufig nicht ihren Posten bei dem betreffenden Emittenten verlieren, aber in der Folgezeit signifikant weniger Stellen als "Outside Directors" bei anderen Unternehmen wahrnehmen, vgl. Fich/Shivdasani, 86 J. Fin. Econ. 306 (2007).

⁸¹ Easterbrook/Fischel, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 640 (1985).

oder Unternehmensgeheimnisses, insbesondere die geplante Übernahme eines anderen Unternehmens.⁸² Die Lösung dieser Probleme dürfte aber weniger im Bereich der präventiven Verhaltenssteuerung als in der richtigen Tatbestandsfassung von Veröffentlichungspflichten liegen. Vorschriften wie § 15 Abs. 3 WpHG ermöglichen es Emittenten, an sich publizitätspflichtige Umstände zu verschweigen, sofern dies zum Schutz ihrer berechtigten Interessen erforderlich ist.

bb) Das Zusammenspiel von Kapitalmarktinformation, sonstiger Unternehmenskommunikation und der Unternehmensorganisation

Neben diesen klassischen Fällen, in denen ein Anreiz zur Fehlinformation des Sekundärmarktes besteht, sind eine ganze Reihe von Konstellationen denkbar, in denen es zu Täuschungen des Sekundärmarkts kommt, ohne dass der Grund dafür vorrangig im Bereich des Kapitalmarkts liegt. Öffentliche Unternehmenskommunikation dient häufig nicht nur der Information der Investoren, sondern auch anderer Interessengruppen, insbesondere der Kunden des Unternehmens.⁸³ In diesen Bereichen kann es vielerlei Gründe zur Verbreitung unrichtiger Informationen geben, welche sich letztlich auch als Fehlinformationen des Sekundärmarkts darstellen; man denke etwa an den Fall, dass sich die erwartete Markteinführung eines Produkts zu verzögern droht und diesbezüglich falsche Informationen verbreitet werden.⁸⁴ Hier kann die Fehlinformation sogar im Interesse der verbleibenden Aktionäre liegen, wenn etwa eine Abwanderung von Kunden zu Konkurrenzunternehmen verhindert und so der wirtschaftliche Erfolg gesichert wird.

Daneben ist gerade im Bereich der pflichtwidrig unterlassenen (Ad-hoc-)Publizität auch zu bedenken, dass börsennotierte Großunternehmen komplexe Gebilde mit einer Vielzahl von Interessenkonflikten auf allen Ebenen sind, so dass insbesondere negative Nachrichten die Hierarchie-Leitern langsamer nach oben dringen als dies bei positiven Neuigkeiten der Fall ist, die sich jeder gerne zu eigen macht.⁸⁵ Diese Konstellationen lassen sich am besten durch eine Haftung des Emittenten erfassen, die es ermög-

⁸² Dazu *Kahan*, 67 N.Y.U. L. Rev. 750 (1992). Der berühmteste Fall ist *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁸³ *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 115 et seq. (1997).

⁸⁴ Dazu *Prentice/Langmore*, 8 Harv. J. L. & Tech. 1 (1994).

⁸⁵ Vgl. *Langevoort*, 146 U. Pa. L. Rev. 101, 125 (1997), der auch betont (p. 128), dass Organwalter Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten nicht ausschließlich dadurch verhindern können, dass sie sich selbst pflichtgemäß verhalten, sondern dass sie zusätzlich interne Informationskontrollinstrumente einsetzen müssen, um dem Haftungsrisiko Herr zu werden.

licht, die Anreize zum rechtmäßigen Verhalten auf die gesamte Organisationsstruktur zu erstrecken.⁸⁶

c) *Persönliche Haftung zur Abschreckung von Fehlinformationen*

Es stellt sich aber die Frage, ob es Situationen gibt, in welchen gerade die Organwalter typischerweise einen Anreiz zur Falschinformation des Sekundärmarkts haben, dem durch eine persönliche Haftungsdrohung entgegengewirkt werden sollte.⁸⁷ Hier sind zuerst wiederum die drei obigen Beispiele anzuführen, das “last-period”-Problem sowie aktienkursbasierte Vergütungssysteme oder maßgebliche eigene Beteiligung am Emittenten. Teilweise wird behauptet, auch diese Situationen erforderten keine kapitalmarktrechtliche Organaußenhaftung: Im ersten Falle greife die Insolvenzverschleppungshaftung ein; bei einer Überbezahlung stehe der Gesellschaft ein Rückzahlungsanspruch zu; und im Falle der Veräußerung eigener Aktien reiche es aus, wenn der Gewinn etwa aufgrund eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot abgeschöpft werde.⁸⁸ Gegenüber einer solchen Betrachtung sind allerdings Zweifel angebracht.

aa) *“Last-period”-Problem*

Probleme nach dem Schema des “last-period”-Problems treten nicht erst auf, wenn sich die Gesellschaft selbst in einer existenzbedrohenden Lage befindet. Es wird sich vielmehr häufig um Fälle handeln, in denen das Missmanagement eines Organwalters ohne weiteres ausreicht, um ihn seines Postens zu entheben oder seinen Vertrag nicht zu verlängern, ohne dass bereits die Existenzgrundlage des Emittenten angetastet wäre. Gerade in solchen Situationen liegt aber der Hauptanwendungsbereich des Sekundärmarkts als Corporate Governance-Mechanismus.⁸⁹ Der Kurseinbruch nach Bekanntgabe einer unternehmerischen Fehlentscheidung stellt das Disziplinierungsmittel des Marktes dar, indem er signalisiert, dass der Emittent schlecht geführt wird und so den Anlass für einen internen oder externen Austausch des Managements setzt. Der Organwalter hat daher bereits ex ante starke Anreize, das Aufkommen einer solchen Situation zu verhindern, indem er das Unternehmen im Sinne der Anteilseigner führt. Verhindert ein betroffener Organwalter das Eingreifen des marktlichen Disziplinierungsmechanismus dagegen, indem er den Markt unzutreffend über seine Aktivitäten informiert, macht er den gesamten Governance-Me-

⁸⁶ Dazu unten S. 409 f.

⁸⁷ Krit. zur Abschreckungswirkung persönlicher Kapitalmarkthaftung *Kraakman*, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 95, 107 et seq.

⁸⁸ *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: Kalss, *Vorstandshaftung* (2005), S. 95, 133.

⁸⁹ Dazu ausführlich oben S. 160.

chanismus zunichte. Genau an dieser Stelle muss eine präventiv steuernde Haftung ansetzen und durch eine erhebliche Haftungsdrohung einen Gegenanreiz zu einer korrekten Information des Marktes setzen.

bb) Fehlinformationen zur Selbstbereicherung

Auch in Situationen, in denen Organwalter Falschinformationen veröffentlichen, um durch Manipulation des Börsenkurses den Wert ihrer Vergütung zu optimieren oder sich eine Exit-Gelegenheit zu verschaffen, versagen die normalen Abschreckungsmechanismen augenscheinlich.⁹⁰ Empirische Untersuchungen zum amerikanischen Kapitalmarkt belegen, dass es in Haussephasen gerade in solchen Unternehmen zu Fehlinformationen kommt, bei denen die Führungskräfte verstärkt mit Aktienoptionen vergütet werden oder ähnliche Agency-Konflikte bestehen.⁹¹ Anderer Studien zeigen, dass Firmen, deren CEO einen hohen Anteil aktienkursbasierter Vergütung erhält, bilanzrechtliche Ermessensspielräume häufiger aggressiv ausnutzen, wobei die CEOs in den betreffenden Jahren überdurchschnittlich viele Aktienoptionen einlösen.⁹²

Sofern in derartigen Situationen ein Ersatzanspruch gegen die verantwortlichen Organwalter durch den Emittenten selbst geltend gemacht werden müsste (etwa Rückforderung überzahlten Gehalts⁹³), stehen dem vielfach Agency-Konflikte im Wege, die eine effektive Anspruchsdurchsetzung aus der ex-ante-Sicht des abzuschreckenden Organwalters wenig wahrscheinlich erscheinen lassen. Wenn es sich um öffentlich-rechtliche Mechanismen handelt, ist zu bedenken, dass aus rechtsstaatlichen Gründen nie mehr als der tatsächliche Gewinn abgeschöpft werden wird. Sofern ex-ante die Entdeckungswahrscheinlichkeit als gering angesehen wird, mag eine Manipulation immer noch lohnend erscheinen. Anders als in den USA ist bisher die Abschreckung durch nicht monetäre Sanktionen, insbesondere durch Freiheitsstrafen, als de facto nicht existent anzusehen.⁹⁴ Es

⁹⁰ Vertiefend zum Zusammenhang von Fehlinformationen und erfolgsabhängiger Vergütung *Yablon/Hill*, 35 *Wake Forest L. Rev.* 83 (2000).

⁹¹ *Efendi/Srivastava/Swanson*, 85 *J. Fin. Econ.* 667 (2007).

⁹² *Bergstresser/Philippon*, 80 *J. Fin. Econ.* 511 (2006).

⁹³ In manchen Fällen wird ein solcher Anspruch gar nicht gegeben sein. Wenn ein Emittent etwa klassische Aktienoptionen gewährt, tritt in seinem Vermögen überhaupt nur ein Nachteil ein, wenn die aufgrund der Option gewährten Aktien am Markt erworben werden (und nicht aus einer bedingten Kapitalerhöhung stammen) oder im Rahmen von virtuellen Optionsprogrammen eine Geldzahlung auf Grundlage eines bestimmten Kurses erfolgt und der Aktienkurs zum Ausübungszeitpunkt der Option manipuliert wird. Kein Vermögensschaden der Gesellschaft entsteht dagegen, wenn der Kurs, zu dem die durch die ausgeübte Option günstig erworbenen Aktien *veräußert* werden sollen, manipuliert wird. Zur Gestaltung von Aktienoptionsprogrammen siehe *Weber*, in: *Achleitner/Wollmert, Stock Options* (2002), S. 25 ff.

⁹⁴ Dazu bereits oben S. 177 f.

bleibt daher, gerade unter Präventionsgesichtspunkten, ein wichtiger Anwendungsbereich für die kapitalmarktrechtliche Organaußenhaftung am Sekundärmarkt erhalten.

d) Anreize zur Fehlinformation bei Kapitalmarktineffizienzen

aa) Erwartungshaltungen aufgrund überhöhter Börsenkurse

Die bisherigen Ausführungen beruhen stets auf der Annahme informationseffizienter Sekundärmärkte. Wenn man dagegen mit der behavioral finance die Existenz von spekulativen Blasen für möglich hält, hat dies auch erhebliche Auswirkungen auf die Anreizstruktur der Unternehmensorgane. Nach dem vorherrschenden Dividendenmodell⁹⁵ beruht der Börsenkurs auf dem Nettobarwert der zukünftigen Cash-Flows, die das Wertpapier nach den Erwartungen des Markts abwerfen soll. Ein hoher Börsenkurs impliziert daher entweder hohe zukünftige Cash-Flows oder aber eine hohe Eintrittssicherheit der erwarteten Cash-Flows, die sich in einem niedrigen Kalkulationszinsfuß widerspiegelt.

bb) Anreize der Organwalter bei fehlgeleiteten Erwartungen der Anleger

Bei erheblichen Überbewertungen kann die Situation entstehen, dass der Börsenkurs des Unternehmens so hoch liegt, dass die dadurch implizierten zukünftigen Cash-Flows nur noch durch puren Zufall zu erwirtschaften sind.⁹⁶ Wenn Manager dies realisieren, entsteht ein starker Anreiz, so lange als irgend möglich den Eindruck zu erwecken oder aufrecht zu erhalten, das Unternehmen sei dennoch in der Lage, die durch den Markt gesetzten „astronomischen“ Erwartungen zu erfüllen. Ein probates Mittel dazu ist die Ausrichtung ausschließlich auf kurzfristig ergebnissteigernde Aktivitäten und die Vernachlässigung einer langfristig planenden Unternehmenspolitik.⁹⁷ Gerade im ersten Bereich kommt es häufig zu bewussten Fehlinformationen des Sekundärmarkts, sofern die tatsächlich vorhandenen Aktivitäten nicht ausreichen, um die übertriebenen Anforderungen des Marktes zu erfüllen.

Durch ein solches Verhalten werden aber nicht nur Anleger geschädigt, indem der überhöhte Börsenkurs weiter gesteigert oder auf dem überhöhten Niveau stabilisiert wird, sondern auch gegen die Grundforderung der Corporate Governance verstoßen, den Wert des Unternehmens langfristig und nachhaltig zu steigern. Das Motiv für ein kurzfristiges Handeln ist die Furcht der Manager, dass der Markt die Überbewertung realisieren und mit

⁹⁵ Siehe S. 112.

⁹⁶ Dazu und zum Folgenden *Jensen*, 34 (1) *Fin. Manage.* 5 (2005).

⁹⁷ Siehe auch *CFA Institute*, *Breaking the Short-Term Cycle* (2006), p. 3 et seq.

einem Kursrutsch reagieren könnte, der möglicherweise ihre Entlassung zur Folge hat. Eine persönliche Haftung ist in dieser Situation daher nur dann zweckmäßig, wenn dem Organwalter zugleich ein Ausweg aus dem Dilemma offen steht, dass es bei korrektem Informationsverhalten zu einem mit negativen persönlichen Konsequenzen verbundenen Kurssturz kommen könnte.⁹⁸

e) *Überabschreckung durch persönliche Haftung am Sekundärmarkt?*

Gerade am Sekundärmarkt, auf dem der Emittent nicht selbst als Marktteilnehmer tätig wird, darf eine Haftung nicht dazu führen, die Organwalter von einer sinnvollen Erfüllung ihrer Geschäftsführungstätigkeit abzuhalten. Bestehen zu große und nicht klar abschätzbare Haftungsrisiken, kann es zu einer kontraproduktiven Überabschreckung kommen. In der Literatur findet sich starke Unterstützung für die Auffassung, dass von einer persönlichen Organaußenhaftung am Sekundärmarkt eine solche Überabschreckung ausgehe.

aa) *Unerwünschte Effekte einer persönlichen Kapitalmarkthaftung*

Im Einzelnen wird argumentiert, eine persönliche Außenhaftung könne dazu führen, dass sinnvolle und für den Markt hilfreiche Informationen aus Sorge vor einer persönlichen Haftung nicht mehr an den Markt gegeben werden.⁹⁹ Darüber hinaus werden indirekte Gefahren gesehen, so könne eine persönliche Organhaftung „räuberischen Aktionären“ Anlass zu erpresserischen Klagen geben und zwar unabhängig davon, ob der Tatbestand hohe Hürden aufstellt und eine Klage möglicherweise wenig Aussicht auf Erfolg hat.¹⁰⁰ Dies könne dazu führen, dass sich Organwalter vermehrt mit der Abwehr solcher Klagen beschäftigen und ihre eigentlichen Amtsgeschäfte vernachlässigen.¹⁰¹ Zugleich sei es schwerer, überhaupt geeignete Führungskräfte als Organwalter zu verpflichten; jedenfalls würden sich die Gehaltsforderungen dem Haftungsrisiko anpassen.¹⁰² In der deutschen Diskussion unerwähnt geblieben ist bisher der Aspekt, dass eine

⁹⁸ Dazu ausführlich unten S. 481 ff.

⁹⁹ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 191; *Zimmer*, WM 2004, 9, 10.

¹⁰⁰ *Meyer*, ZRP 2002, 532; ihm folgend *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 317; siehe auch *Semler/Gittermann*, NZG 2004, 1081, 1085, die ein Klagezulassungsverfahren ähnlich dem durch das UMAG eingeführten § 148 AktG fordern; ablehnend *Schäfer*, NZG 2005, 985, 988.

¹⁰¹ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 249 f.; *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 317 f.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht³ (2004), Rn. 8.16; *Mülbert*, JZ 2002, 826, 832.

¹⁰² *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 176; *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 191; *Easterbrook/Fischel*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 340.

Kapitalmarktinformationshaftung teilweise in Situationen in Betracht kommt, die ursprünglich gar nicht auf eine Information des Kapitalmarkts gerichtet waren, wie etwa die Kommunikation mit den Kunden des Unternehmens.¹⁰³ Eine übermäßig strenge Kapitalmarkthaftung könnte so dazu führen, dass Haftungsvorbeugungsmaßnahmen Einzug in Bereiche der Geschäftsführung halten, die an sich gar keinen Kapitalmarktbezug haben.

bb) Lösungsmöglichkeiten und Bewertung

Den zuletzt genannten Gefahren dürfte zweckmäßig durch einen sorgsamen Umgang mit den Verschuldenserfordernissen und den im konkreten Fall zu stellenden Sorgfaltsanforderungen zu begegnen sein.¹⁰⁴ Auch die anderen in der Diskussion vorgebrachten Argumente vermögen letztlich nicht zu überzeugen. Denn eine Unterproduktion von Kapitalmarktinformationen verhindern die gesetzlichen Publizitätspflichten wie § 15 WpHG, die ihrerseits haftungsbewährt sind. Es bleibt daher nur die Befürchtung, dass Unternehmen die freiwillige Kapitalmarktinformation auf ein Minimum reduzieren oder den gesetzlichen Informationspflichten in einer Weise genügen könnten, die den formalen Anforderungen gerecht wird, ohne weitere für den Anleger nützliche Informationen zu publizieren. Ob dies tatsächlich so ist, ließe sich letztendlich nur empirisch klären. Es ist jedenfalls zu bedenken, dass ein Emittent im Falle positiver Informationen von sich aus einen eigenen Anreiz zur Veröffentlichung haben sollte. Wenn sich der Sekundärmarkt tatsächlich als Maßstab für die Qualität der Unternehmensführung etabliert, versteht es sich von selbst, dass Manager positive Nachrichten freiwillig veröffentlichen werden. Sofern ein Organwalter dagegen Zweifel an der Richtigkeit einer solchen freiwilligen Information hat, ist den Marktteilnehmern in der Regel mehr gedient, wenn zunächst eine sorgfältige, die grobe Fahrlässigkeit ausschließende, Überprüfung stattfindet, ehe die Information an den Markt gegeben wird. Negative Informationen jenseits der Schwelle zur Ad-hoc-Publizitätspflicht werden dagegen kaum freiwillig veröffentlicht werden, so dass sich hier das Risiko der Falschinformation selbst minimiert. Sollte ein Emittent dennoch etwa aufkommende Gerüchte zerstreuen wollen oder ähnliches, ist es im Sinne der Integrität des Marktes, dass grob fahrlässige Fehlinformationen zu einer Haftung führen.

Was schließlich die indirekten Gefahren persönlicher Haftung angehen, ist darauf hinzuweisen, dass im allgemeinen Deliktsrecht stets mit einer persönlichen Außenhaftung gerechnet werden muss,¹⁰⁵ ohne dass dies den

¹⁰³ Dazu bereits oben S. 387 f.

¹⁰⁴ Dazu ausführlich unten S. 476 ff.

¹⁰⁵ Siehe unten S. 412 ff.

Alltag deutscher Unternehmensleiter zu sehr zu beeinträchtigen scheint. Die Kapitalmarkthaftung weist zudem die Besonderheit auf, dass nur Anleger aktivlegitimiert sind, die in der Phase der Desinformation eine Transaktion getätigt haben.¹⁰⁶ Dieses Erfordernis, gekoppelt mit einem Schadensersatz, der auf den Differenzbetrag begrenzt ist, um den die Transaktion falsch bepreist war,¹⁰⁷ verhindert strategisches Verhalten im Vorfeld. Anspruchsteller kann nur sein, wer in Unkenntnis der Pflichtverletzung gehandelt hat. Es erscheint aber nur schwer möglich, zu jeder Zeit Transaktionen in einem Umfang zu tätigen, der einen (Differenz-)Schaden mit Erpressungswert generieren könnte. Reduziert sich der zu erwartende Schadensersatz dagegen auf wenige hundert oder tausend Euro, dürfte dies kaum ausreichen, um in die Arbeitsroutine von Vorständen börsennotierter Großunternehmen einzudringen. Wenn dagegen wirklich der begründete Verdacht auf einen Gesetzesverstoß besteht und sich viele geschädigte Anleger melden, ist der viel gescholtene Lästigkeitswert der Klagen Teil des erwünschten Abschreckungseffekts und damit keineswegs kontraproduktiv.¹⁰⁸

5. D&O-Versicherung

Wichtige Auswirkungen auf die Anreizwirkung von Haftungsvorschriften hat schließlich eine Schadensversicherung. Allgemein gilt, dass nur eine „vollkommene“ Versicherung, bei der die Versicherungsprämie durch Prämienstaffelungen genau entsprechend dem Sorgfaltsniveau des Schädigers festgelegt ist, die Steuerungs-fähigkeit des Haftungsrechts nicht beeinträchtigt.¹⁰⁹ Im Hinblick auf die Anreizwirkungen von D&O-Versicherungen ist diese generelle Aussage jedoch zu modifizieren.

Durch eine D&O-Versicherung wird dem Organwalter vor allem das Risiko der Binnenhaftung abgenommen; die typischen Policen erfassen aber auch die direkte Außenhaftung.¹¹⁰ Hinsichtlich der Binnenhaftung stellt der Versicherungsschutz ein zusätzliches Mittel zum Schutz vor überabschreckender Haftung dar, indem der Organwalter darauf vertrauen kann, für einfache Fehler bei der Kapitalmarktpublizität nicht persönlich einstehen zu müssen¹¹¹ oder nur mit dem für ein Mindestmaß an Steuerungswirkung

¹⁰⁶ Ausführlich oben S. 340 ff.

¹⁰⁷ Dazu S. 493 f.

¹⁰⁸ Vgl. Paal, DStR 2005, 426, 429 f. Zur Verhinderung exzessiver Klagen sind auch Haftungs-Caps möglich; dazu unten S. 498 ff.

¹⁰⁹ Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse⁴ (2005), S. 215 ff.

¹¹⁰ Notthoff, NJW 2003, 1350, 1352.

¹¹¹ Vgl. Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 71.

erforderlichem Selbstbehaltsbetrag¹¹² zu haften. Es fragt sich aber, welche Auswirkungen die Existenz von Versicherungen auf die Außenhaftung hat. Relevant für die Außenhaftung sollten nach dem zuvor Gesagten nur solche vorsätzlichen Rechtsverstöße sein, durch die der Organwaller vorrangig seine privaten Interessen verfolgt.¹¹³ In derartigen Fällen besteht die Aufgabe der Versicherung nicht in der Übernahme des Schadens, weil vorsätzliche Schädigungen nicht versicherbar sind. Vielmehr leistet eine Versicherung – sowohl bei vorsätzlichen als auch bei fahrlässigen Rechtsverstößen – eine Überwachungsaufgabe, indem sie besonders gut in der Lage ist, Rechtsverstöße aufzudecken.¹¹⁴ Ganz allgemein sind Versicherungen gut geeignet, durch präventive Vorgaben und ex post Nachforschungen die tatsächliche Einhaltung der Sorgfaltspflichten zu gewährleisten, so dass dem Emittenten (und damit den dahinter stehenden Aktionären) durch den Abschluss von D&O-Versicherungen ein ökonomischer Mehrwert zufließt.¹¹⁵ Damit hat der Abschluss von D&O-Versicherungen nicht nur positive Auswirkungen auf die tatsächliche Kompensation – insbesondere bei Insolvenz des Emittenten¹¹⁶ –, sondern ermöglicht auch, eine weitere Überwachungsebene im Unternehmen einzuführen. Auf diese Weise wird letztlich wiederum die Corporate Governance der Emittenten verbessert.

6. Zwischenergebnis

Es hat sich also gezeigt, dass aus rechtsökonomischer Sicht die Emittentenhaftung den Grundsatz bilden und die persönliche Organaußenhaftung nur in besonderen Situationen hinzutreten sollte, in denen der Binnenregress keine hinreichende Abschreckungswirkung zu entfalten vermag. Derartige Situationen sind sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt insbesondere die Verdeckung von eigenem Missmanagement durch fehlerhafte Kapitalmarktinformationen sowie die Fehlinformation zur eigenen Bereicherung.

Für die vielfach beschworenen Gefahren übermäßiger Abschreckung konnten dagegen in großen Teilen keine Belege gefunden werden. Dies gilt erst recht, wenn man bei der Binnenhaftung die Möglichkeit von Versicherungsschutz mit einbezieht und sich die persönliche Außenhaftung auf die eben genannten Fallgruppen beschränkt.

¹¹² Zur Notwendigkeit eines Selbstbehalts siehe nur *Ulmer*, in: FS Canaris (2007), Bd. 2, S. 451, 462 ff. Siehe auch § 37a WpHG-E i.d.F. des KapInHaG (NZG 2004, 1042 ff.), wonach bei D&O-Versicherungen ein zwingender Selbstbehalt von 50 % der Versicherungssumme vorgesehen werden sollte.

¹¹³ Siehe oben S. 376 ff. und S. 388 ff.

¹¹⁴ Vgl. *Eckert/Grechenig/Stremitzer*, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 150.

¹¹⁵ *Holderness*, 10 Int'l Rev. L. & Econ 115 (1990).

¹¹⁶ Dazu *Fleischer*, BKR 2003, 608, 612.

II. Emittentenhaftung

Die Haftung der Emittenten im Kapitalmarktdeliktsrecht ist als solche unbestritten. Im Rahmen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung folgt die Möglichkeit der Emittentenhaftung aus § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG i.V.m. § 5 Abs. 4 S. 1 WpPG,¹¹⁷ bei der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität aus §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG. Die Ausgestaltung der Emittentenhaftung berührt neben den ökonomischen Grundlagen deliktsrechtliche und gesellschaftsrechtliche Problemkreise. Die Haftung des Biebers im Übernahmerecht ist dagegen mit der Emittentenhaftung nicht vergleichbar und wird gesondert behandelt.¹¹⁸

1. Emittentenhaftung im allgemeinen Delikts- und Gesellschaftsrecht

Während im Deliktsrecht die Frage der Zurechnung der Handlungen natürlicher Personen im Mittelpunkt steht, dreht sich die gesellschaftsrechtliche Diskussion vor allem um Fragen der Kapitalerhaltung und damit um den Schutz der (übrigen) Gesellschafter und Gläubiger.

a) Deliktsrechtliche Analyse der Emittentenhaftung

Das BGB enthält keine spezifischen Regelungen über die Haftung von Unternehmen. Allerdings kennt das Deliktsrecht die Zurechnung von Handlungen, sowohl die gegenseitige Zurechnung etwa im Bereich der Mittäterschaft als auch die einseitige Zurechnung, die im vorliegenden Zusammenhang interessiert. Grundlage dieser Zurechnung sind die Regelungen des § 31 BGB und des § 831 BGB.

aa) Regelungszweck von § 31 BGB

Die deliktsrechtliche Analyse der Emittentenhaftung nimmt ihren Ausgangspunkt bei § 31 BGB. Nach dieser Vorschrift ist der Verein (bzw. die Gesellschaft¹¹⁹) für den Schaden verantwortlich, den der Vorstand, ein Mitglied des Vorstands oder ein anderer verfassungsmäßig berufener Vertreter durch eine in Ausführung der ihm zustehenden Verrichtungen began-

¹¹⁷ Ausgespart wird die investmentrechtliche Prospekthaftung. Sie ist mit der börsengesetzlichen Emittentenhaftung nicht vergleichbar, weil die Fondsanteile, die die Anleger erwerben, gemäß § 30 InvG Sondervermögen darstellen, so dass die Prospekthaftung der Kapitalanlagegesellschaft nach § 127 Abs. 1 S. 1 InvG mangels Eigenkapitalbeteiligung der Anleger nicht die gleichen rechtlichen Probleme aufwirft wie die börsenrechtliche Prospekthaftung im Falle von Eigenkapitalemissionen. Letztlich gleicht die investmentrechtliche Haftung der Haftung von Marktintermediären; dazu unten S. 443.

¹¹⁸ Unten S. 442 f.

¹¹⁹ Zum Anwendungsbereich *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht⁴ (2002), S. 274 ff.; *Reuter*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), § 31 Rn. 11 ff.

gene, zum Schadensersatz verpflichtende Handlung einem Dritten zufügt. Nach einer sehr restriktiven Auffassung erschöpft sich der Zweck des § 31 BGB darin, die Körperschaft nur haften zu lassen, *weil* und *wenn* deren Organ dem Geschädigten haftet.¹²⁰

Demgegenüber geht die h.M. im Einklang mit den grundlegenden Arbeiten von *Kleindiek*¹²¹ und *Spindler*¹²² davon aus, dass es selbständige deliktische Verkehrspflichten der juristischen Person gibt, die nicht über die Verkehrspflichten einzelner Organwalter abgeleitet werden müssen.¹²³ Solche Pflichten sollen durch „Addition“ der Pflicht des Unternehmensträgers und der Pflichtverletzung des Organwalters zu einer alleinigen Haftung der juristischen Person führen können.¹²⁴

bb) Ausweitung des § 31 BGB zur Schließung der Lücken des § 831 BGB

Diese Haftungs begründung lässt sich nur vor dem Hintergrund des § 831 BGB verstehen. Danach haftet ein Geschäftsherr (das ist stets die Gesellschaft und nicht der Organwalter¹²⁵) zwar grundsätzlich für den Schaden, den sein Verrichtungsgehilfe einem Dritten widerrechtlich zugefügt hat, kann sich aber gemäß § 831 Abs. 1 S. 2 BGB entlasten, wenn er nachweist, dass er den Verrichtungsgehilfen sorgfältig ausgewählt und überwacht hat. Die Rechtsprechung hat diese Exkulpationsmöglichkeit so ausgelegt, dass eine Haftung von Unternehmensträgern für die von ihren einfachen Angestellten begangenen Delikte nach § 831 BGB im Regelfall ausscheidet.¹²⁶

Weil dieses Ergebnis häufig nicht sachgerecht erscheint, hat die h.M. eine Haftung der Gesellschaft durch Anknüpfung an die Pflichtverletzung eines nach § 31 BGB verantwortlichen Organwalters konstruiert. Dabei wurde einerseits der Kreis der Personen, deren Handlungen gemäß § 31 BGB (analog) der Gesellschaft zugerechnet werden, äußerst weit gezo-

¹²⁰ So *Foerste*, VersR 2002, 1. Ähnlich *Altmeyen*, NJW 1996, 1017, 1024.

¹²¹ *Kleindiek*, Deliktshaftung und juristische Person (1997), S. 191 ff.

¹²² *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten (2001), S. 857 ff.

¹²³ BGHZ 125, 366, 375; v. *Bar*, in: FS Kitagawa (1992), S. 279, 286 ff.; *Eckardt*, in: Willingmann u.a., Jahrb. Junger Zivilrechtswiss. 1996 (1997), S. 61, 68 f.; *Lutter*, ZHR 157 (1993), 464, 470 f.; *Mertens/Mertens*, JZ 1990, 488, 489; *Mertens*, in: FS F. Sturm (1999), Bd. 2 S. 1055, 1056 ff.; *K. Schmidt*, in: Karlsruher Forum 1993 (1993), S. 4, 7 f.; *Reuter*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), § 31 Rn. 31; *Wagner*, VersR 2001, 1057, 1060; a.A. *Altmeyen*, in: Roth/Altmeyen, GmbHG⁵ (2005), § 43 Rn. 46; *ders.*, ZIP 1995, 881, 888 ff.

¹²⁴ *Kleindiek*, Deliktshaftung und juristische Person (1997), S. 204; ihm folgend *Medicus*, ZGR 1998, 570, 576; *Wagner*, VersR 2001, 1057, 1060.

¹²⁵ Allg. Meinung, siehe z.B. BGHZ 109, 297, 304; 125, 366, 375; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 831 Rn. 44.

¹²⁶ Vgl. BGH NJW 2003, 288, 289 f. mit ausführlicher Darstellung des Prüfungsmaßstabs für Auswahl- und Überwachungsverschulden.

gen.¹²⁷ Darüber hinaus wurde der Zurechnungsgrund des Organisationsmangels entwickelt, der dann eingreift, wenn eine juristische Person es versäumt, den Gesamtbereich ihrer Tätigkeit so zu organisieren, dass für alle wichtigen Aufgabengebiete ein verfassungsmäßiger Vertreter zuständig ist, der die wesentlichen Entscheidungen selbst trifft. Wenn dies nicht der Fall ist, muss die Gesellschaft sich so behandeln lassen als sei der tatsächlich eingesetzte Verrichtungsgehilfe ein verfassungsmäßiger Vertreter.¹²⁸ Andererseits wurde für die Konstellationen, in denen der tatsächlich handelnden Person auch bei großzügiger Auslegung nicht mehr „bedeutungsvolle, wesensmäßige Funktionen der juristischen Person zur selbständigen, eigenverantwortlichen Erfüllung zugewiesen“¹²⁹ sind, die Verantwortlichkeit der juristischen Person dadurch hergestellt, dass dem nächst höheren Organwalter im Sinne von § 31 BGB die Verletzung einer Organisations- und Kontrollpflicht mit haftungsbegründender Folge für die Gesellschaft angelastet wurde. Diese Konstruktionen dienen allesamt dem Zweck, die durch § 831 BGB entstehenden Haftungslücken auf Ebene der Gesellschaft zu schließen.¹³⁰

cc) Deliktische Haftung für unternehmensbezogene Pflichten

Nur wenig Beachtung finden bisher Situationen, in denen zwar der Organwalter unmittelbar mit Außenwirkung handelt, Adressat der deliktischen Pflicht explizit aber nur die juristische Person als solche ist und nicht der Organwalter als natürliche Personen.¹³¹ Beispiele sind Schutzgesetze wie § 31 WpHG oder Art. 81 EG. So richtet sich § 31 WpHG ausdrücklich an „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ und Art. 81 Abs. 1 EG an „Unternehmen“ und „Unternehmensvereinigungen“. Die Organmitglieder sind in diesen Fällen nur in ebendieser Funktion, nicht aber (auch) als natürliche Personen von den Schutzgesetzen betroffen. Selbst wenn ein Vorstand eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens die Anlageberatung eines wichtigen Kunden einmal persönlich vornimmt und dabei gegen § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verstößt,¹³² oder der Vorstand eines Vitaminherstellers

¹²⁷ Grundlegend *Martinek*, Repräsentantenhaftung (1979), S. 196 ff.

¹²⁸ BGH NJW 1980, 2810, 2811; *Steffen*, in: RGRK¹² (1982), § 31 Rn. 10; *Heinrichs*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 31 Rn. 7.

¹²⁹ So die Definition des verfassungsmäßig berufenen Vertreters in der ständigen Rechtsprechung des BGH, siehe z.B. BGHZ 49, 19, 21 m.w.N.

¹³⁰ Vgl. die Forderung von *Brüggemeier*, HAVE 2004, 162, 171 ff. nach einer quasi-strikten Haftung des Unternehmens für die seiner wirtschaftlichen Aktivität zuzurechnenden Schäden bei Dritten.

¹³¹ Dazu *Hellgardt*, WM 2006, 1514 ff.; *Verse*, ZHR 170 (2006), 398, 403 ff.

¹³² § 32 Abs. 2 Nr. 1 WpHG a.F., der sich an die Geschäftsleiter persönlich wandte, ist selbst kein Schutzgesetz, siehe BGH NJW 2008, 1734, 1735 f. (zur Veröffentlichung in BGHZ vorgesehen).

persönlich eine gegen Art. 81 Abs. 1 EG verstoßende Preisabsprache trifft,¹³³ kann daher die Haftung der Gesellschaft nicht mit dem Argument begründet werden, eine persönliche Haftung des Vorstands werde über § 31 BGB auf die Gesellschaft übergeleitet.

Grundlage für die Haftung können in derartigen Situationen nur eigene deliktische Verkehrspflichten der Gesellschaft sein. Auch die Kapitalmarkthaftung adressiert häufig (vgl. etwa §§ 37b, 37c WpHG) ausschließlich den Emittenten. Daher ist davon auszugehen, dass das Kapitalmarktdeliktsrecht von Gesetzes wegen die Existenz eigener deliktischer Sorgfaltspflichten des Emittenten zugrunde legt. Die Besonderheit solcher Sorgfaltspflichten aus deliktsrechtlicher Sicht liegt darin, dass es für die Zurechnung zum Emittenten nicht mehr der Suche nach einem „Haftungsvertreter“¹³⁴ bedarf, mittels dessen persönlichem Verschuldens die Zurechnung nach § 31 BGB erfolgen kann, sondern dass die Verletzung der Organisations- und Überwachungspflichten per se die Emittentenhaftung begründet.

b) Gesellschaftsrechtliche Analyse der Emittentenhaftung

Im gesellschaftsrechtlichen Kontext wird die Kapitalmarkthaftung der Emittenten vor allem im Zusammenhang mit der Kapitalerhaltung diskutiert.¹³⁵ Die Kapitalerhaltung kommt sowohl den Gläubigern der Gesellschaft als auch den Gesellschaftern selbst zugute.¹³⁶ Da die Schutzbedürfnisse bei der Kapitalmarkthaftung insoweit divergieren können, erscheint es sinnvoll, bei der Darstellung eine Aufspaltung zwischen Gesellschafter- und Gläubigerschutz vorzunehmen.

aa) Emittentenhaftung und Gesellschafterchutz

Die Emittentenhaftung steht in einem Spannungsverhältnis zum Gesellschafterchutz. Denn durch jede Schadensersatzzahlung an einzelne Gesellschafter, die als Anleger geschädigt wurden, mindert sich das Gesellschaftsvermögen zu Lasten aller Gesellschafter.

¹³³ Zu Schadensersatzansprüchen in dieser Situation *Bulst*, NJW 2004, 2201.

¹³⁴ Ausdruck von *Weick*, in: Staudinger (2005), § 31 Rn. 4.

¹³⁵ Siehe etwa *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 60 ff.

¹³⁶ Zum Schutzzweck des festen Kapitals *Lutter*, in: ders., *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa* (2006), S. 1, 4 ff.; *Schön*, in: FS Röhrich (2005), S. 559, 560 ff.

(1) Die Situation des geschädigten Anlegergesellschafters

Zunächst ist der geschädigte Anleger selbst betroffen, der in gewisser Weise den Schadensersatz aus der eigenen Tasche zahlt.¹³⁷ Bei näherem Hinsehen erweist sich das allerdings nicht als problematisch, weil der Anleger seine Gesellschafterstellung und damit seinen „Anteil am Gesellschaftsvermögen“ behält und ihn dessen Verminderung nur quotal betrifft, während ihm die Zahlung ganz zufließt. Dass es sich aus Sicht des Geschädigten nicht um eine reine Umverteilung handelt, zeigt sich auch an der Kontrollüberlegung, dass er einen höheren quotalen Anteil am Gesellschaftsvermögen erhielte, wenn er die Schadensersatzzahlung (im Wege einer Kapitalerhöhung) wieder ins Gesellschaftsvermögen zurückführen würde.

(2) Die Situation der übrigen Gesellschafter

Probleme birgt aber der Konflikt zwischen den zum Schadensersatz berechtigten Gesellschaftern und den übrigen Anteilseignern.¹³⁸ Hier wird insbesondere für die Sekundärmarkthaftung, bei der dem Emittenten die vom geschädigten Anleger gezahlte Gegenleistung nicht zufließt, eine Verletzung des gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) diskutiert.¹³⁹ De lege lata trägt dieses Argument nicht weit, da eine Ungleichbehandlung gerechtfertigt ist, wenn und soweit der Gesetzgeber die kapitalmarktrechtliche Haftung zugunsten der geschädigten Anleger angeordnet hat.¹⁴⁰

Aber auch konzeptionell ist gegen die Emittentenhaftung unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten nichts zu erinnern, denn aus Sicht der nicht anspruchsberechtigten Aktionäre stellt sich die Lage nicht anders dar als bei jeder die Gesellschaft treffenden deliktischen Haftung. Dabei handelt es sich um ein der Aktienanlage immanentes Risiko,¹⁴¹ das durch eine Binnenhaftung der verantwortlichen Organwalter zu mildern oder aber – wenn sich die Organwalter auf ein unternehmerisches Ermessen nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG berufen können – als Verwirklichung des allgemeinen Beteiligungsrisikos zu tragen ist. Neben diesen Bedenken hinsichtlich der aktienrechtlichen Gleichbehandlung werden auch spezifisch kapitalmarktrechtliche Ungleichbehandlungen moniert. So wird das Transaktionserfordernis kritisiert und eine Anspruchsberechtigung derjenigen Anleger verlangt, die

¹³⁷ Für dieses Argument siehe *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 116.

¹³⁸ Zum Konflikt mit den Gläubigern siehe sogleich unten S. 401 ff.

¹³⁹ *Horn*, in: FS Ulmer (2003), S. 817, 827.

¹⁴⁰ *Schön*, in: FS Röhrich (2005), S. 559, 568.

¹⁴¹ *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 166; *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 116 f.

durch die falsche Darstellung von der Veräußerung ihrer Anteile abgehalten wurden.¹⁴² Dass sich das Transaktionserfordernis aus dem spezifischen Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung rechtfertigt, wurde bereits dargestellt.¹⁴³ Es stellt aber auch keine Verletzung etwaiger kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgebote dar, die Anspruchsberechtigung auf diejenigen Aktionäre zu beschränken, die eine Transaktion getätigt haben.¹⁴⁴

(3) Sonderfall Publikumpersonengesellschaft

Wurde ein Anleger beim Beitritt zu einer Publikumpersonengesellschaft durch einen fehlerhaften Prospekt getäuscht, stellt sich das Problem, dass ihn bei einem Ausscheiden aus der Stellung als persönlich haftender Gesellschafter grundsätzlich gemäß §§ 736 Abs. 2 BGB, 160 HGB eine fünfjährige Nachhaftung treffen würde. Auch bei einer Beteiligung als Kommanditist könnte die Einlageforderung wieder aufleben, wenn sie durch die Schadensersatzleistung zurückerstattet wird.¹⁴⁵ Durch die Formulierung der Schadensersatzpflicht in § 44 BörsG i.V.m. §§ 8f, 13 VerkProspG als Pflicht zur „Übernahme der Vermögensanlagen“ wird aber deutlich, dass der Anleger vor den Konsequenzen dieser Vorschriften geschützt werden soll.¹⁴⁶

Zusätzliche Schwierigkeiten bereitet die Situation der *Mitgesellschafter* bei Publikumpersonengesellschaften, die ihre Anteile als Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG vertreiben. Solchen Gesellschaftsformen ist eine akzessorische Haftung der Gesellschafter für die Schulden der Gesellschaft immanent, so dass mit der Bejahung der Emittentenhaftung zugleich eine persönliche Haftung der Gesellschafter zu befürchten wäre.¹⁴⁷ Dies würde die verhaltenssteuernde Wirkung der Kapitalmarkthaftung leer laufen lassen und das faktische Ende derartiger Beteiligungsformen bedeuten. Daher hat der BGH folgerichtig ausgesprochen, dass eine Haftung der Gesellschafter für auf Beitrittsmängeln oder arglistiger Täuschung durch Initiatoren und Gründer der Gesellschaft beruhende Abfindungsforderungen von Mitgesellschaftern nicht in Betracht kommt.¹⁴⁸ Die-

¹⁴² *Baums*, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 186 (Entwurf für einen § 79 Abs. 4 BörsG); *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2980; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, 55.

¹⁴³ Ausführlich dazu oben S. 342 f.

¹⁴⁴ *Mehring*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip (2007), S. 218 ff., 223.

¹⁴⁵ *Eyles*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 38; *Ziegler*, DStR 2005, 30, 32.

¹⁴⁶ *Benecke*, BB 2006, 2597, 2600.

¹⁴⁷ Grundlegend zur akzessorischen Haftung der Gesellschafter für deliktische Forderungen BGHZ 154, 88, 94 f.; ablehnend *Meyer*, WM 2007, 2364.

¹⁴⁸ So explizit BGHZ 156, 46, 56 unter Aufgabe von BGHZ 148, 201, 206 f.

ses in der Sache richtige Ergebnis wirft allerdings einige Begründungsschwierigkeiten auf, wenn man die Kapitalmarkthaftung der Personengesellschaft selbst anerkennt.¹⁴⁹ Ein Ansatzpunkt dürfte die Rechtsprechung des BGH sein, wonach bei geschlossenen Fonds in der Rechtsform der GbR die persönliche Haftung im Vertragsbereich „angesichts der Eigenart dieser Gesellschaften“ durch AGB ausgeschlossen werden kann.¹⁵⁰ Zur Begründung beruft sich der BGH darauf, dass bei typisierter Betrachtung der Erwerb einer Fondsbeteiligung eine reine Kapitalanlage darstelle und die Übernahme der persönlichen Haftung weder dem einzelnen Anleger zumutbar sei, noch vernünftigerweise vom Rechtsverkehr erwartet werden könne. Diese Erwägungen lassen sich auf die kapitalmarktdeliktsrechtliche Haftung der Personengesellschaft gegenüber den beitretenden Anlegern übertragen. Der Beitritt zu einem Fonds dient nicht zur gegenseitigen Versicherung durch die jeweiligen Privatvermögen der Anlegergesellschaft, so dass diesen gegenüber auch nicht mit einer Haftung gerechnet werden kann, die die Einlagesumme übersteigt. Etwas anderes gilt freilich für die Gründungsgesellschafter; deren Kapitalmarkthaftung folgt allerdings nicht aus dem Gesichtspunkt der akzessorischen Gesellschafterhaftung, sondern als eigenständige kapitalmarktdeliktsrechtliche Verantwortlichkeit.

bb) Emittentenhaftung und Gläubigerschutz

Der Konflikt zwischen Kapitalmarkthaftung und Gläubigerschutz tritt auf, wenn Aktionäre des Emittenten Ansprüche nach Kapitalmarktdeliktsrecht geltend machen. Denn in diesem Falle stellt sich die Schadensersatzzahlung der Gesellschaft an den Aktionär wirtschaftlich als Einlagenrückgewähr dar. Relevant ist dies in dem Fall, dass das Vermögen der Gesellschaft nicht ausreicht, die Gläubiger zu befriedigen, denn dann bewirkt die Befriedigung des Schadensersatzanspruchs des Aktionärs eine Abweichung vom Nachrang des Anspruchs auf den Liquidationserlös nach § 271 Abs. 1 AktG bzw. § 199 Satz 2 InsO.

(1) Vereinbarkeit mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG

Rechtlich zeigt sich der Konflikt vor allem bei der Frage der Vereinbarkeit der Kapitalmarkthaftung mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr in § 57 AktG.¹⁵¹ Dazu hat sich im Laufe der Zeit ein breites Meinungsspektrum herausgebildet. Eher selten wird vertreten, die Kapitalerhaltung schließe

¹⁴⁹ Dazu unten S. 406 ff.

¹⁵⁰ BGHZ 150, 1, 5 f.

¹⁵¹ Interessanterweise wurde auch im Rahmen der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung das Verbot der Einlagenrückgewähr – dort nach § 172 Abs. 4 i.V.m. § 171 Abs. 1 HGB – thematisiert. Dazu ausführlich unten S. 406 ff.

Schadensersatzzahlungen der Gesellschaft an die Aktionäre gänzlich aus.¹⁵² Häufiger ist dagegen die Auffassung, kapitalmarktrechtliche Schadensersatzansprüche dürften aus dem „freien Vermögen“ der Gesellschaft bedient werden, das Grundkapital und die gesetzlichen Rücklagen gemäß § 150 AktG i.V.m. § 272 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 HGB stünden dagegen nicht zur Verfügung.¹⁵³ Teilweise wird auch zwischen originärem Erwerb durch Zeichnung (keine Haftung oder nur aus freiem Vermögen) und derivativem Erwerb durch ein Verkehrs- oder Umsatzgeschäft (volle Haftung) differenziert.¹⁵⁴ Der BGH und die h.M. stehen dagegen auf dem Standpunkt, dass der Kapitalschutzgedanke hinter der uneingeschränkten Haftung der Aktiengesellschaft zurücktreten müsse.¹⁵⁵ Dies überzeugt.

Ein genereller Ausschluss der Prospekthaftung des Emittenten würde dem gesetzlichen Leitbild der § 44 BörsG und §§ 37 b und 37c WpHG entgegenstehen, die ausdrücklich von einer Haftung des Emittenten ausgehen. Aber auch die Beschränkung auf das freie Kapital oder auf derivativ erworbene Aktien überzeugt nicht, da im ersten Falle der Manipulation des für eine Haftung zur Verfügung stehenden Vermögens durch die Unternehmensleitung Tür und Tor geöffnet wäre¹⁵⁶ und im zweiten Fall unter Schutzgesichtspunkten keinerlei Unterschied besteht. Rechtsdogmatisch lässt sich dieses Ergebnis allerdings weder damit rechtfertigen, dass ein Gesamtschuldnerausgleichsanspruch gegen die Organe auf den Emittenten übergehe und es sich daher um einen bilanziell ausgeglichenen Vorgang handele,¹⁵⁷ noch damit, dass § 57 AktG „reguläre Geschäfte“ der Aktiengesellschaft mit ihren Aktionären erlaube.¹⁵⁸ Denn erstens besteht nicht in jedem Kapitalmarkthaftungsfall auch eine persönliche Organaußenhaftung,

¹⁵² *Baums*, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 187; *Horn*, Europäisches Finanzmarktrecht (2003), S. 7; *ders.*, in: FS Ulmer (2003), S. 817, 826.

¹⁵³ *Bayer*, in: MüKo-AktG² (2003), § 57 Rn. 24; *Henze*, NZG 2005, 115, 118 ff.; *Schön*, in: FS Röhrich (2005), S. 559, 567 ff.; *Schwark*, in: FS Raisch (1995), S. 269, 288 f.; vgl. auch OLG Frankfurt NZG 1999, 1072, 1074. Dieser Ansatz bringt aber erhebliche Folgeprobleme mit sich, siehe *Langenbacher*, ZIP 2005, 239, 243 f.

¹⁵⁴ *Henze*, in: Großkomm. AktG⁴ (2000), § 57 Rn. 20, 22; *Schwark*, in: *ders.*, KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 13.

¹⁵⁵ BGH NJW 2005, 2450, 2452; *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche (2008), S. 200 f.; *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 7 Rn. 58; *Hopt/Voigt*, in: *dies.*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 62 ff.; *Keusch/Wankerl*, BKR 2003, 744; *Kort*, NZG 2005, 708, 709; *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839, 1842; *Möllers*, BB 2005, 1637, 1642; siehe auch bereits Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 78.

¹⁵⁶ *Hopt/Voigt*, in: *dies.*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 65.

¹⁵⁷ So *Gebauer*, Börsenprospekthaftung (1999), S. 193 ff.

¹⁵⁸ So *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 135; *Keusch/Wankerl*, BKR 2003, 744, 746.

die Grundlage für einen Gesamtschuldnerausgleich sein könnte,¹⁵⁹ und zweitens handelt es sich bei der Schadensersatzleistung gerade nicht um ein „reguläres Geschäft“ im Rahmen des § 57 AktG, da damit nur Umsatzgeschäfte gemeint sind, bei denen die gegenseitig erbrachten Leistungen objektiv äquivalent sind, so dass es nicht zu einem Vermögensabfluss bei der Gesellschaft kommt.¹⁶⁰

Überzeugend ist aber der Ansatz des BGH, der im Fall der Sekundärmarkthaftung ausgeführt hat, die Kapitalmarkthaftung beruhe nicht auf der mitgliedschaftlichen Sonderbeziehung als Aktionär, sondern knüpfe an die deliktische Haftung für die Verletzung gesetzlicher Publizitätspflichten an.¹⁶¹ Die Kapitalmarktpublizität selbst richtet sich unterschiedslos an alle Anleger, unabhängig von der Aktionärserschaft. Allerdings ist, anders als bei jeder sonstigen Delikthaftung der Gesellschaft, aufgrund des Transaktionserfordernisses¹⁶² die aktuelle oder frühere Aktionärsstellung Tatbestandsvoraussetzung der kapitalmarktdeliktsrechtlichen Haftung. Die Schadensersatzzahlung erfolgt immer an einen Aktionär oder sofern (im Falle der Veräußerung der Aktien) an einen Dritten geleistet wird, so erhält dieser im Unterschied zu allen anderen Anlegern deshalb den Ersatz, weil er Aktionär *war*. Anders als der BGH wird man daher den Konflikt nicht gänzliche leugnen können, sondern die Kapitalmarkthaftung als Sonderregelung gegenüber § 57 AktG ansehen müssen.

Konkret geht es vor allem um einen Vorrang vor § 57 Abs. 3 AktG, wonach vor Auflösung der Gesellschaft an die Aktionäre nur der Bilanzgewinn verteilt werden darf. Diese Vorschrift muss hinter die Sonderregeln der Kapitalmarkthaftung zurücktreten, da der Gesetzgeber ganz eindeutig eine Kapitalmarkthaftung der Emittenten ermöglichen wollte.¹⁶³

Dagegen steht das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG der Kapitalmarkthaftung schon tatbestandsmäßig nicht entgegen, denn dieses erfasst bei europarechtskonformer Auslegung keine Schadensersatzzahlungen an Aktionäre. Grundlage des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG

¹⁵⁹ Siehe unten S. 432 ff.

¹⁶⁰ Siehe nur *Bayer*, in: MüKo-AktG² (2003), § 57 Rn. 27, 32. Dies kann auch bei einer Rückgewähr der Aktien Zug um Zug gegen Zahlung des Erwerbspreises nicht angenommen werden, da der Erwerbspreis ja gerade nicht dem wirklichen Wert der Aktie entsprach und Schadensersatz in dieser Situation überhaupt nur verlangt werden wird, wenn der gegenwärtige Aktienkurs unterhalb des durch die Informationspflichtverletzung verfälschten Erwerbspreises liegt; anders anscheinend *Lutter*, in: KK-AktG² (1988), § 57 Rn. 22.

¹⁶¹ BGH NJW 2005, 2450, 2452. Ähnlich für die Prospekthaftung *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 14; *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 44 BörsG Rn. 5.

¹⁶² Dazu oben S. 340 ff.

¹⁶³ Europarechtliche Gründe stehen dem nicht entgegen, da § 57 Abs. 3 AktG in der Kapitalrichtlinie 77/91/EWG keine Entsprechung findet; vgl. den folgenden Haupttext.

ist Art. 15 Abs. 1 lit. a) der Kapitalrichtlinie 77/91/EWG, der „Ausschüttungen an die Aktionäre“ nur unter einschränkenden Voraussetzungen zulässt. In Art. 15 Abs. 1 lit. d) der Kapitalrichtlinie wird dies dahingehend konkretisiert, der Begriff der „Ausschüttung“ umfasse insbesondere die Zahlung von Dividenden und von Zinsen für Aktien. Die eigentliche Bedeutung des Begriffs „Ausschüttung“ erschließt sich aber erst bei einem Blick in Absatz 4 der Erwägungsgründe, der lautet „Die Gemeinschaft muß deshalb Vorschriften erlassen, um das Kapital als Sicherheit für die Gläubiger zu erhalten, indem insbesondere untersagt wird, daß das Kapital *durch nicht geschuldete* Ausschüttungen an die Aktionäre verringert wird [...]“.¹⁶⁴ Eine Ausschüttung im Sinne des Art. 15 Abs. 1 lit. a) der Kapitalrichtlinie liegt daher nicht vor, wenn die Leistung dem Aktionär *geschuldet* ist. Dies ist auf die Auslegung des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG zu übertragen. Zwar entspricht es allgemeiner Ansicht, dass nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG jede Leistung aus dem Vermögen der Aktiengesellschaft unzulässig ist, die an einen Aktionär erbracht wird, wenn sie außerhalb der ordnungsgemäßen Ausschüttung des Bilanzgewinns erfolgt und nicht ausnahmsweise aufgrund einer speziellen gesetzlichen Regelung zugelassen ist.¹⁶⁵ Es ist aber zu verlangen, dass die Leistung gerade *wegen* der Mitgliedschaft des Empfängers erbracht wird, denn ansonsten handelt es sich entweder um eine geschuldete Leistung oder um eine ohnehin rechtsgrundslose Leistung.¹⁶⁶ Nach seiner Ratio soll § 57 Abs. 1 S. 1 AktG Auszahlungen an den Aktionär verhindern, die diesem nicht bereits zuvor geschuldet sind, sondern die ihren Grund in seiner Mitgliedschaft haben und ihm jenseits der Dividende eine weitere *Rendite* aus der Beteiligung einbringen würden. Kapitalmarktdeliktsrechtliche Schadensersatzansprüche beruhen dagegen auf einer deliktischen Verpflichtung der Gesellschaft, die solange keinen Bedenken unter dem Schutzzweck von § 57 Abs. 1 S. 1 AktG und Art. 15 der Kapitalrichtlinie begegnet, wie sie sich nur auf den Ersatz des dem Aktionär tatsächlich zugefügten Schadens reduziert und ihm keinen *darüber hinausreichenden* Vermögenszuwachs beschert.

¹⁶⁴ Hervorhebung hinzugefügt. Auf Englisch lautet die Passage: „distribution to shareholders where the latter are not entitled to“. Dazu *Wild*, Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz (2007), S. 191 m.w.N.

¹⁶⁵ Statt aller *Bayer*, in: MüKo-AktG² (2003), § 57 Rn. 7; *Lutter*, in: KK-AktG² (1988), § 57 Rn. 5.

¹⁶⁶ Bei Austauschverträgen ist umstritten, ob ein Missverhältnis von Leistung und Gegenleistung bereits ausreicht, um das Verbot des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG zu erfüllen oder ob als zusätzliches Erfordernis hinzukommen muss, dass die Gesellschaft dem Aktionär die Zuwendung gerade aufgrund seiner Mitgliedschaft macht; vgl. *Bezenberger*, Das Kapital der Aktiengesellschaft (2005), S. 232 ff. mit ausführlichen Nachweisen für beide Ansichten.

Vor diesem Hintergrund ist die Rechtsfolge des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG (und ähnliche auf § 826 BGB gestützte Konstruktionen), wonach die Gesellschaft die Aktien gegen Erstattung des Erwerbspreises übernehmen muss, europarechtlich äußerst bedenklich. Denn damit wird dem Anleger nicht nur der durch den zu hohen Erwerbspreis entstandene Schaden, sondern darüber hinaus auch der durch einen weiteren, vom ursprünglichen Prospektfehler völlig unabhängigen zwischenzeitlichen Kursverlust der Aktien entstandene Vermögensnachteil ersetzt.

(2) Unvereinbarkeit mit dem Verbot des Erwerbs eigener Aktien

Der „Rückabwicklungsanspruch“ des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG bereitet ein weiteres Sonderproblem. Indem die „Übernahme der Wertpapiere“ verlangt werden kann, statuiert das Recht im Falle von Aktienemissionen zugleich eine Verpflichtung der Gesellschaft, eigene Anteile zu „erwerben“. Der Erwerb eigener Aktien ist allerdings nur in engen gesetzlichen Grenzen möglich. Zwar hat der BGH entschieden, das Integritätsinteresse der geschädigten Anleger auf Herbeiführung eines Zustands, der dem schadensfreien möglichst nahe kommt (§ 249 Abs. 1 BGB), habe Vorrang vor dem Verbot des Erwerbs eigener Aktien.¹⁶⁷ Dies ist jedoch europarechtlich nicht unproblematisch, weil Art. 20 Abs. 1 lit. d) der Kapitalrichtlinie zwar den Erwerb eigener Aktien, die auf Grund einer gesetzlichen Verpflichtung erworben werden, grundsätzlich zulässt,¹⁶⁸ das Aktiengesetz in § 71 Abs. 1 jedoch keine entsprechende Ermächtigung geschaffen hat, wonach der Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche zulässig wäre.¹⁶⁹

De lege lata lässt sich die Rechtsfolge des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG daher nur rechtfertigen, wenn man – im rechtssystematischen Bruch zu § 71 Abs. 1 AktG, der alle sonst zulässigen Zwecke des Erwerbs eigener Aktien aufzählt – in der Anspruchsgrundlage des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG selbst die Umsetzung von Art. 20 Abs. 1 lit. d) der Kapitalrichtlinie erblickt.¹⁷⁰ Dieser Weg versagt allerdings im Falle der vom BGH angenommenen Rückabwicklung bei Sekundärmarkttransaktionen auf Grundlage von § 826 BGB, denn diese Norm dient mit Sicherheit nicht der Umsetzung der Kapitalrichtlinie. Erneut, und unabhängig von dem oben genannten Konflikt

¹⁶⁷ BGH NJW 2005, 2450, 2452.

¹⁶⁸ *Vokuhl*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung (2007), S. 101; *Wild*, Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz (2007), S. 228 treten dafür ein, dass Art. 20 Abs. 1 lit. d) nur gesetzliche Verpflichtungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre erfasse.

¹⁶⁹ *Gebauer*, Börsenprospekthaftung (1999), S. 205 f.; *Ziegler*, NZG 2005, 301, 302.

¹⁷⁰ So *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 389 mit Fn. 122. Vgl. auch *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, KMG (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 84 (§§ 44, 45 BörsG als Spezialregelung zu § 71 AktG).

mit § 57 AktG, erweist sich daher die besondere Rechtsfolge der Rückabwicklung als europarechtlich zweifelhaft.¹⁷¹

(3) Sonderfall Publikumpersonengesellschaft

Auch im Falle der Emission von Vermögensanlagen nach § 8f VerkProspG statuiert § 13 Nr. 3 lit. a VerkProspG i.V.m. § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG einen Anspruch auf Erstattung des Erwerbspreises gegen Übernahme der Vermögensanlage. Dies ist problematisch, weil das Personengesellschaftsrecht einen Erwerb eigener Anteile nicht kennt.¹⁷² Zudem könnte bei einer Publikumskommanditgesellschaft ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr vorliegen, der die Kommanditistenhaftung wiederaufleben ließe.¹⁷³ Vor diesem Hintergrund wurde im Rahmen der bisherigen bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung die Publikumpersonengesellschaft selbst von der Haftung ausgenommen,¹⁷⁴ nicht zuletzt mit Hinweis auf die Grundsätze der fehlerhaften Gesellschaft.¹⁷⁵ Unter dem Regime von §§ 8f, 13 VerkProspG wird dafür eingetreten, diese Rechtsprechung fortzuführen.¹⁷⁶ Dagegen wird allerdings vorgebracht, es erscheine wenig stimmig, bei der Aktiengesellschaft als Gesellschaftsform mit dem strengsten Kapitalerhaltungsregime einen Vorrang der Kapitalmarkthaftung vor der Kapitalerhaltung anzunehmen, nicht aber bei der Personengesellschaft.¹⁷⁷

¹⁷¹ Für einen Verstoß gegen Europarecht *Vokuhl*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung (2007), S. 95 ff.; *Wild*, Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz (2007), S. 229, 256. Zu weitgehend aber *Vokuhl*, a.a.O., S. 153 f., wonach § 44 BörsG damit unanwendbar sei.

¹⁷² Im vorliegenden Zusammenhang *Ziegler*, DStR 2005, 30, 33; allgemein *K. Schmidt*, in: MüKo-HGB² (2006), § 105 Rn. 93; *Ulmer*, in: Großkomm. HGB (1988), § 105 Rn. 95.

¹⁷³ Dazu bereits oben S. 400 f.

¹⁷⁴ Etwas anderes galt allerdings bei der stillen Gesellschaft, vgl. BGH NZG 2004, 961, 962; *Bayer/Riedel*, NJW 2003, 2567, 2571 f.

¹⁷⁵ Vgl. OLG München, NZG 2000, 305, 306; *Assmann*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 140; *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 232 f.; *Eyles*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 38; *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 61 f.; *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), Anh § 177a Rn. 64; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 9.29.

¹⁷⁶ *Geibel*, BB 2005, 1009, 1014, dessen Argumente, die Publikumpersonengesellschaft sei nicht Emittentin und Pflichtverletzungen bei der Aufklärungstätigkeit im Vorfeld der Anwerbung neuer Gesellschafter könnten mangels Befugnis des handelnden Gesellschafters nicht zugerechnet werden, so dass insoweit jedenfalls ein evidenter Missbrauch der Vertretungsmacht vorläge, allerdings im ersten Falle rechtsirrig (vgl. nur *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds⁴ (2007), S. 130) und im zweiten Falle eine *Petitio Principii* sind. Ähnlich aber auch *Kind*, in: Arndt/Voß, VerkProspG (2008), § 13 Rn. 31.

¹⁷⁷ *Korth*, Die Prospekthaftung am Grauen Kapitalmarkt (2008), S. 96 ff.; *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 526. Für eine Haftung der Gesellschaft nach § 13 VerkProspG auch *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 192.

Unter dem Gesichtspunkt der Kapitalerhaltung erscheint dieses Argument tatsächlich zutreffend. Problematisch ist es jedoch, wenn man bedenkt, dass Fehlinformationen auf dem Fondsmarkt in aller Regel mangels funktionierendem Sekundärmarkt eine tatsächliche Rückabwicklung der Beteiligung verlangen, während der Schadensersatz im Kapitalmarktdeliktsrecht ansonsten auf den Differenzbetrag beschränkt ist, um den der Anleger die Anlage zu teuer erworben hat.¹⁷⁸ Die Leistung von Schadensersatz an mehrere Anleger kann daher im Falle von geschlossenen Fonds schnell das Ende der gesamten Gesellschaft bedeuten, während eine auf den Differenzbetrag beschränkte Haftung bei Aktiengesellschaften selten existenzbedrohend sein wird. Dennoch spricht im Ergebnis das Haftungsziel, die Fehlallokation des Kapitals am Primärmarkt auszugleichen, dafür, eine Haftung der Personengesellschaft selbst vorzusehen. Rechtstechnisch wurde vorgeschlagen, die Durchführung der Haftung als Rückabwicklungsanspruch anzusehen¹⁷⁹ oder daran einen gesetzlichen Ausscheidensstatbestand nach dem Vorbild des § 131 Abs. 3 HGB zu knüpfen.¹⁸⁰ Letzterer Vorschlag scheint sich dogmatisch am ehesten einzufügen.

Problematisch unter dem Gesichtspunkt des Gläubigerschutzes ist die Emittentenhaftung nur, wenn durch die Haftung die Insolvenz der Publikumpersonengesellschaft eintritt und die geschädigten Anleger zulasten der zur Befriedigung der außenstehenden Gläubiger dienenden Masse befriedigt werden. Dies ist aber ein allgemeines Problem, das sich ebenso für Aktiengesellschaften stellt.

(4) Emittentenhaftung und Insolvenz

Rechtspolitisch fragwürdig ist der Vorrang des Schadensersatzes der Aktionäre vor der Kapitalbindung im Falle der Insolvenznähe des Emittenten. Denn in dieser Situation tritt eine auf Steuerungseffekte angelegte Kapitalmarkthaftung in Konkurrenz zu den spezifisch insolvenzrechtlichen Verhaltensanforderungen, die ebenfalls haftungsbewehrt sind, wie insbesondere die Insolvenzverschleppungshaftung.¹⁸¹ Auf Ebene der Verhaltensanforderungen an die Unternehmensleitung besteht zwischen diesen beiden Rechtsebenen kein Widerspruch, da die Kapitalmarktpflichten darauf gerichtet sind, die Situation des Emittenten möglichst transparent zu machen

¹⁷⁸ Ausführlich unten S. 502 f.

¹⁷⁹ Zuletzt *Benecke*, BB 2006, 2597, 2601.

¹⁸⁰ *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 528. Zum Ausschluss der Nachhaftung siehe oben S. 400 f.

¹⁸¹ Siehe dazu *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht⁵ (2006), Rn. 3.113 ff. Allgemein zu Vorstandspflichten angesichts des Interessenkonflikts zwischen Gläubigern und Aktionären nunmehr *Klöhn*, ZGR 2008, 110.

und dadurch einen Ansporn zu guter Unternehmensführung geben,¹⁸² während die Verhaltenspflichten im Vorfeld der Insolvenz dazu dienen, die Gesellschaft rechtzeitig in die Sanierung oder Restrukturierung zu überführen¹⁸³ und insolvente Kapitalgesellschaften vom Rechtsverkehr fernzuhalten.¹⁸⁴ Dies verdeutlichen die neuen §§ 11 WpHG, 43 BörsG. Anders sieht dies auf Ebene des Haftungsrechts aus: Hier führt eine fortlaufende Kapitalmarkthaftung zu einem Abfluss von Gesellschaftsvermögen zu Lasten der Gläubiger, ohne dass diesen der Gewinn an Durchsetzung der allgemeinen Corporate Governance spezifisch zugute käme. Mögliche Fehlinformationen des Kapitalmarkts verstärken die Insolvenzgefährdung der Gesellschaft, weil die Schadensersatzansprüche der geschädigten Aktionäre das Gesellschaftsvermögen weiter belasten, und führen dazu, dass eigentlich sanierungswillige Geschäftsleiter, schon um der persönlichen Insolvenzverschleppungshaftung zu entgehen, der Einhaltung der Publizitätsvorschriften ein übermäßiges Augenmerk widmen. Glauben die Geschäftsleiter dagegen selbst nicht mehr an die Sanierung, tritt das oben beschriebene "last-period"-Problem auf, dass die Emittentenhaftung keine hinreichende Steuerungswirkung mehr entfaltet.¹⁸⁵

Dies ist allerdings kein Grund, die Emittentenhaftung bei Insolvenznähe gänzlich aufzugeben. Zu weit gehend ist zwar die Ansicht, Kapitalmarkthaftungsansprüche seien „gleichgestellte Forderungen“ im Sinne von § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO und unterlägen damit bereits *de lege lata* einem insolvenzrechtlichen Nachrang.¹⁸⁶ Mit der Formulierung „gleichgestellt“ sind nur Ansprüche aus dem Bereich des Eigenkapitalersatzes gemeint.¹⁸⁷ Zustimmung verdient aber die *rechtspolitische* Forderung, kapitalmarktdeliktische Ansprüche mit einem insolvenzrechtlichen Nachrang nach Maßgabe des § 39 InsO auszustatten.¹⁸⁸ Dagegen kann nicht eingewandt werden, ein

¹⁸² Auflistung der ad-hoc-publizitätspflichtigen Umstände bei *Hirte*, ZInsO 2006, 1289, 1291 ff.

¹⁸³ Kommt es dabei zu Friktionen mit dem Transparenzprinzip, bieten Regelungen wie § 15 Abs. 3 WpHG hinreichende Möglichkeiten, einen Sanierungsplan jenseits einer Unterrichtung der Öffentlichkeit „in Echtzeit“ zu erarbeiten; dazu *Hirte*, ZInsO 2006, 1289, 1293.

¹⁸⁴ Zu Insolvenzantragspflicht und Corporate Governance *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 210 ff.

¹⁸⁵ Siehe oben S. 388 f.

¹⁸⁶ *Hirte*, in: FS H.-P. Kirchhof (2003), S. 223, 242; *ders.*, ZInsO 2006, 1289, 1298. Anders etwa OLG Bamberg BB 2006, 2214, wonach die Inhaber nachrangiger Genussrechte nicht daran gehindert seien, ihre Schadensersatzansprüche wegen Täuschung beim Erwerb der Anlage als reguläre Insolvenzforderung geltend zu machen.

¹⁸⁷ Siehe z.B. *Ehrlicke*, in: MüKo-InsO² (2007), § 39 Rn. 34.

¹⁸⁸ *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 170; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung (2005), S. 9, 64 f., 118; *Langenbucher*, ZIP 2005, 239, 244 f.

Nachrang senke den Anreiz für die Anleger zur Klageerhebung.¹⁸⁹ Dies ist zutreffend, aber sachlich kein Gegenargument, sondern nach dem hier entwickelten Konzept gerade der Grund für den Nachrang. Indem Klagen geschädigter Anleger bei Insolvenznähe weniger wahrscheinlich sind, erhält die Unternehmensleitung den Spielraum, sich tatsächlich auf die Sanierung zu konzentrieren. Sollte es dabei zu Publizitätsverletzungen kommen, stellt ein Nachrang sicher, dass die geschädigten Anleger sich einer vernünftigen Sanierungslösung nicht in den Weg stellen können.¹⁹⁰ Das kapitalmarktrechtlich zwingend notwendige Maß an Verhaltenssteuerung stellt in dieser Situation eine persönliche Organaußenhaftung sicher, die aber nur bei besonderen Pflichtverstößen eingreift.¹⁹¹

2. Emittentenhaftung im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis

Die Emittentenhaftung bildet einen wichtigen Baustein des Systems abgestufter Präventionsmittel im Kapitalmarktdeliktsrecht. Unter dem Leitbild eines Kapitalmarktdeliktsrechts als Instrument der Corporate Governance, das die verhaltenssteuernde Wirkung einer Haftung für die Verfälschungen kapitalmarktbasierter Überwachungsprozesse in den Mittelpunkt stellt, erfüllt die Emittentenhaftung eine zentrale Funktion. Dies zeigt sich zunächst bei der Implementierung von Sorgfaltsstandards, die den Kernbereich des präventiven Haftungsrechts ausmachen. Aber auch unter den Gesichtspunkten der Schadensallokation erfüllt die Emittentenhaftung wichtige Funktionen.

a) Funktion der Emittentenhaftung für die Verhaltenssteuerung

Die Emittentenhaftung ermöglicht es, fein abgestimmte Sorgfaltsanforderungen zu stellen, die im Unternehmensalltag die Grundlage für eine funktionierende Kapitalmarktkommunikation legen. Anders als es auf den ersten Blick erscheinen mag, lassen sich die Sorgfaltsanforderungen der handelnden Personen nicht durch deren direkte Haftung¹⁹² am besten festlegen, sondern durch eine Haftung des sie beschäftigenden Unternehmens.

¹⁸⁹ So aber *Zimmer*, WM 2004, 9, 11 f.

¹⁹⁰ Kapitalmarktrechtliche Haftungsansprüche geben Anlegern, die normalerweise in Sanierungsverhandlungen vergleichsbereit wären, da sie – wie insbesondere Aktionäre – nur nachrangig befriedigt werden, ein Druckmittel, wenn sie mittels der Schadensersatzansprüche auf einmal reguläre Insolvenzgläubiger werden. Dies kann praktisch Sanierungen gefährden; vgl. *Tett/Westphal*, 22 JIBFL 479, 481 (2007).

¹⁹¹ Dazu unten S. 432 ff. Weniger überzeugend ist es dagegen, durch eine Organaußenhaftung das Ausfallrisiko bei Insolvenz des Emittenten lindern zu wollen, so aber *Mörsdorf*, *Zivilrechtliche Verantwortlichkeit* (2005), S. 160 f., denn die Organaußenhaftung würde den Nachrang der Anlegeransprüche (partiell) aushebeln.

¹⁹² Für eine alleinige Organaußenhaftung aber *Baums*, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 186.

Denn im Falle direkter Haftung steht letztlich der Richter vor der Aufgabe, festzulegen, wie ein bestimmter Angestellter oder Organwalter seine Arbeitsabläufe einzurichten hat, damit die im Verkehr erforderliche Sorgfalt gewahrt ist. Demgegenüber ermöglicht eine Unternehmenshaftung dem Gericht eine generelle Betrachtung und das Aufstellen von Grundsätzen, die jeder Emittent in seinen individuellen Betriebsablauf integrieren kann. Dadurch wird der Aufbau interner Überwachungsmechanismen im Sinne von Compliance-Organisationen ermöglicht, die dazu führen, dass die konkreten Arbeitsabläufe eines Mitarbeiters sachnäher innerhalb des Unternehmens festgelegt werden können.¹⁹³ Dadurch kann auch verhaltenssteuernd auf solche Mitarbeiter des Emittenten eingewirkt werden, die selbst als Ziel einer persönlichen Außenhaftung bereits wegen ihrer unternehmensinternen Stellung nicht in Betracht kämen. Eine solche Einwirkung wäre zwar auch im Falle einer Organaußenhaftung denkbar, die an der Verletzung von Aufsichtspflichten des Organwalters ansetzt. Abgesehen davon, dass eine persönliche Außenhaftung für die Verletzung reiner Aufsichtspflichten bereits unter Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten zweifelhaft erscheint, hätte eine solche auch ein überoptimales Überwachungsniveau zur Folge, da kein Organwalter das Risiko eingehen würde, mit seinem Privatvermögen für Leichtsinnsfehler seiner Untergebenen einstehen zu müssen. Eine solche Haftung würde daher die Geschäftsführungsfreiheit nachhaltig beeinträchtigen. Geht es dagegen um eine Haftung des Gesellschaftsvermögens, so ist es weitaus besser möglich, durch die Statuierung von grundsätzlichen Verhaltensstandards sinnvolle Corporate Governance-Mechanismen in den Emittenten zu etablieren, ohne dass damit eine Lähmung der Geschäftstätigkeit aus Sorge vor überschießenden Haftungsgefahren einherginge.¹⁹⁴

Aber auch im Falle der Verletzung von Sorgfaltspflichten durch die Geschäftsleiter persönlich ermöglicht die Emittentenhaftung eine sinnvolle Verhaltenssteuerung. Denn selbst wenn die Organmitglieder nicht persönlich im Außenverhältnis haften, sind sie doch im Falle einer Emittentenhaftung für die Missstände im Unternehmen verantwortlich. Konsequenzen daraus zu ziehen obliegt dann den dazu berufenen Gesellschaftsorganen. Deren Arsenal reicht von der Nichtentlastung über die verweigerte Vertragsverlängerung bis zur sofortigen Abberufung. Sind einem Organwalter Versäumnisse vorzuwerfen, die nicht mehr durch den weiten unternehmerischen Ermessensspielraum des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG gedeckt sind, ist

¹⁹³ *Kornhauser*, 70 Cal. L. Rev. 1345, 1371 et seq. (1982); *Musewicz*, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754, 795 et seq. (1982). Vgl. auch *Sykes*, 91 Yale L. J. 168 (1981); *ders.*, 93 Yale L. J. 1231 (1984).

¹⁹⁴ Für eine Analyse der Erfolgsfaktoren verhaltenssteuernder Unternehmenshaftung siehe *Vaughan*, 80 Mich. L. Rev. 1377, 1396 et seq. (1982).

der durch die Haftung der Gesellschaft entstehende Vermögensverlust im Wege des Binnenregresses auszugleichen. Somit trägt auch die Emittentenhaftung dazu bei, ein abgestuftes System der Prävention durch Kapitalmarkthaftung zu etablieren. Erst wenn einem Organwalter eine Pflichtverletzung vorzuwerfen ist, die diesen Rahmen sprengt, kommt eine persönliche Organaußenhaftung in Betracht.¹⁹⁵

b) Funktion der Emittentenhaftung für die Schadensallokation

Auch im Bereich der Schadensallokation erfüllt die Emittentenhaftung eine wichtige Aufgabe. Wie sich gezeigt hat,¹⁹⁶ steht der Schadensersatz durch den Emittenten bei der Primärmarkthaftung im Vordergrund. Dort geht es darum, volkswirtschaftlich relevante Fehlallokationen von Risikokapital auszugleichen, die dadurch entstehen, dass Emittenten mittels fehlerhafter Prospekte Kapital zu Bedingungen aufnehmen können, die nicht ihre tatsächlichen Renditeaussichten widerspiegeln. Ohne eine Haftung des Emittenten bekäme der geschädigte Anleger in vielen Fällen nicht die zuviel gezahlte Einlage erstattet, und zudem würde die Fehlallokation auch auf volkswirtschaftlicher Ebene perpetuiert. Aber auch bei der Sekundärmarkthaftung kommt der Emittentenverantwortlichkeit eine wesentliche Funktion zu. Zwar geht es hier nicht um den Ausgleich allokativer Schäden auf volkswirtschaftlicher Ebene, da am Sekundärmarkt keine Kapitalaufnahme stattfindet und Auswirkungen auf das Investitionsverhalten der Gesellschaft im Normalfall nicht durch einzelnen Informationspflichtverletzungen bewirkt werden.¹⁹⁷ Die Emittentenhaftung garantiert aber einen größeren Haftungsfonds und führt damit zu größerer Verteilungsgerechtigkeit unter den geschädigten Anlegern. Dadurch werden „Windhundrennen“ zwischen den Anspruchstellern vermieden und die Anreize zur schnellen Erhebung von Klagen nach jedem größeren Kursverfall vor genauerer Kenntnis des Sachverhalts allein zum Zwecke der Rangwahrung vermindert.

Die Emittentenhaftung bildet damit den Kernbereich des Kapitalmarktdeliktsrechts. In den Randbereichen wird dieser durch eine Haftung der Organe oder sonstiger Dritter ergänzt.

III. Organhaftung

Die Organaußenhaftung gehört zu den wesentlichen Streitfragen des deutschen Kapitalmarktdeliktsrechts und berührt ein ganzes Bündel deliktsrechtlicher, gesellschaftsrechtlicher, kapitalmarktrechtlicher und rechts-

¹⁹⁵ Dazu sogleich unter S. 432 ff.

¹⁹⁶ Siehe oben S. 371.

¹⁹⁷ Dazu oben S. 138.

ökonomischer Fragen. Im Folgenden sollen zunächst die einzelnen Themenkreise für sich aufgefächert werden,¹⁹⁸ ehe dann der Versuch einer synthetischen Schlussfolgerung unternommen wird.

1. Organaußenhaftung im allgemeinen Deliktsrecht

Die persönliche Haftung von Gesellschaftsorganen im Deliktsrecht stellt sich als ein Kreuzungspunkt zweier unterschiedlicher Rechtsmaterien dar. Je nachdem, von welcher Seite man sich dem Thema nähert, entfaltet sich eine andere Perspektive auf die Probleme.

a) Deliktsrechtliche Analyse

aa) Grundkonstellationen deliktischer Organaußenhaftung

Die Frage, wer für eine unerlaubte Handlung haften soll, steht nicht im Mittelpunkt des Deliktsrechts, das auf dem Konzept basiert, dass grundsätzlich derjenige haftet, der selbst durch rechtswidrig-schuldhaftes Verhalten den Schaden verursacht hat. Aus deliktsrechtlicher Sicht können folgende Konstellationen der Haftung unter Beteiligung von Gesellschaftsorganen unterschieden werden: (1) die alleinige Haftung des Organwalters; (2) die Mithaftung der Gesellschaft für ein vom Organwalter „unmittelbar“¹⁹⁹ begangenes Delikt; (3) die Mithaftung des Organwalters für eine primär die Gesellschaft treffende deliktische Haftung; (4) die alleinige Haftung der Gesellschaft.

Auch die deliktsrechtliche Analyse der persönlichen Haftung von Gesellschaftsorganen beginnt bei § 31 BGB, der wie gezeigt²⁰⁰ der Gesellschaft diejenigen Handlungen zurechnet, die ein Organwalter in Ausführung der ihm zustehenden Verrichtungen begangen hat. Daraus folgt bereits, dass eine Haftung der Gesellschaft von vornherein nicht in Betracht kommt, wenn der Organwalter nicht „in Ausführung der ihm zustehenden Verrichtungen“ gehandelt hat (Konstellation 1). Da das deutsche Gesellschaftsrecht im Bereich der juristischen Personen des Privatrechts die „ultra vires“-Lehre nicht kennt,²⁰¹ kann eine Zurechnung jedoch nicht schon mit dem Argument abgelehnt werden, die schadensstiftende Handlung habe außerhalb des Gesellschaftszwecks gelegen. Entscheidendes Abgrenzungskriterium ist vielmehr, ob sich das Amt auf Art oder Ablauf des schädigenden Ereignisses ausgewirkt hat oder nicht.²⁰² Sofern dies der Fall ist, bewirkt § 31 BGB die Überleitung der Haftung von natürlichen auf ju-

¹⁹⁸ Zur ökonomischen Analyse siehe bereits oben S. 365 ff.

¹⁹⁹ Zur Terminologie im folgenden Haupttext.

²⁰⁰ Siehe oben S. 395 f.

²⁰¹ Allgemeine Ansicht, vgl. K. Schmidt, Gesellschaftsrecht⁴ (2002), S. 214 m.w.N.

²⁰² Reuter, in: MüKo-BGB⁵ (2006), § 31 Rn. 33.

ristische Personen.²⁰³ Beispielhaft ist der durch Geschwindigkeitsüberschreitung auf der Dienstfahrt von dem Organwalter „unmittelbar“ verursachte Unfall, für den nicht nur das Organmitglied persönlich, sondern auch die Gesellschaft über § 31 BGB einzustehen hat (Konstellation 2). Die persönliche Haftung des Organmitglieds ist in diesem Lehrbuchfall unbestritten; vielmehr stellt es sich für den Geschädigten als ein glücklicher Zufall dar, dass ihm neben dem direkt Handelnden auch noch das Gesellschaftsvermögen als Haftungsmasse zur Verfügung steht.²⁰⁴

Sofern sich der Zweck des § 31 BGB darin erschöpfte, dass diese Vorschrift die Körperschaft nur haften lässt, *weil* und *wenn* deren Organ dem Geschädigten haftet,²⁰⁵ könnte der eben genannte Lehrbuchfall als *pars pro toto* gelten und die Diskussion fände bereits hier ihr Ende. Wenn man dagegen mit der h.M. selbstständige Verkehrspflichten der juristischen Person in Form von Organisations- und Kontrollpflichten annimmt, kann es zu einer alleinigen Haftung der juristischen Person kommen (Konstellation 4).²⁰⁶

bb) Außenhaftung bei Verletzung von Organisations- und Kontrollpflichten

Spätestens seit der „*Baustoff*“-Entscheidung des BGH ist die dominierende Streitfrage im Recht der deliktischen Organhaftung, unter welchen Umständen und basierend auf welchem Rechtsgrund auch der Organwalter persönlich für die Verletzung von Organisations- und Kontrollpflichten haftet (Konstellation 3). Der VI. Zivilsenat des BGH hatte zwar zunächst klargestellt, dass die Pflichten aus der Organstellung zur ordnungsgemäßen Führung der Geschäfte grundsätzlich nur gegenüber der Gesellschaft bestehen; nur wenn die Pflichten den Organwalter aus besonderen Gründen auch gegenüber dem Dritten persönlich treffen, sei eine Haftung im Außenverhältnis denkbar. Im Folgenden hat er aber eine „Garantenstellung“ der Organwalter „zum Schutz Außenstehender vor Gefährdung oder Verletzung ihrer Schutzgüter i. S. von § 823 Abs. 1 BGB“ angenommen.²⁰⁷

²⁰³ *Groß*, ZGR 1998, 551, 553; *Lutter*, ZHR 157 (1993), 464, 466 f.

²⁰⁴ Nach der Auffassung des historischen Gesetzgebers sollte die Mithaftung des Gesellschaftsvermögens das Gegenstück zu den Vorteilen darstellen, die der Gesellschaft durch den Einsatz von Organen oder satzungsmäßig berufenen Vertretern erwachsen, vgl. Mot. I, S. 103. Im Bereich der *Alltagsdelikte* erscheint dieser Gedanke allerdings als Rechtfertigung wenig überzeugend, kennen doch andere Rechtsgebiete, z.B. das Familienrecht, keine solche Zurechnung, obwohl etwa Autofahrten zugunsten des Ehepartners oder der Kinder diesen ebenfalls Vorteile einbringen.

²⁰⁵ So die enge Auslegung von *Altmeyden*, NJW 1996, 1017, 1024; *Foerster*, VersR 2002, 1.

²⁰⁶ Siehe oben S. 396.

²⁰⁷ BGHZ 109, 297, 303 f.

In der Literatur besteht nur insoweit Einigkeit, dass dem BGH die Abgrenzung der haftungsbegründenden von den einfachen Organisations- und Kontrollpflichten nicht überzeugend gelungen ist.²⁰⁸ Die vorgeschlagenen Begrenzungen reichen von dem Erfordernis der positiven Kenntnis eines im Unternehmen begangenen Verkehrspflichtverstoßes bzw. der eigenhändigen Schaffung/Übernahme der Gefahrenlage,²⁰⁹ über die Beschränkung der persönlichen deliktischen Verantwortlichkeit auf Vorgänge im eigenen Zuständigkeitsbereich, sofern die betreffende Aufgabe nicht zulässigerweise auf sorgfältig ausgewähltes Personal delegiert wurde,²¹⁰ bis hin zu einer Projektion sämtlicher Verkehrspflichten des Unternehmensträgers auf jedes einzelne Organmitglied.²¹¹

cc) Organaußenhaftung bei Verletzung unternehmensbezogener Pflichten

Ob und gegebenenfalls auf welcher Rechtsgrundlage eine persönliche Außenhaftung von Organwaltern bei der Verletzung unternehmensbezogener Pflichten²¹² möglich ist, wird – soweit ersichtlich – in Literatur und Rechtsprechung nur wenig behandelt. Aus dem Konzept der deliktischen Verkehrspflichten lässt sich die Haftung jedenfalls nur schwer herleiten, knüpfen doch Verkehrspflichten im Deliktsrecht grundsätzlich an die „Primärpflicht“ zur Verhinderung von Verletzungen eines Rechtsguts an.²¹³ Bei einer Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB passt dieser Gedanke jedenfalls dann nicht, wenn die haftungsbegründende Pflicht gar nicht für den Organwalter persönlich besteht. Selbst bei einer aufsichtsrechtlichen Erstreckung unternehmensbezogener Pflichten auf die Organwalter und Angestellten kann haftungsrechtlich nicht ohne weiteres von einer persönlichen Haftung ausgegangen werden.²¹⁴ Der BGH hat allerdings im *Kirch/Breuer-Urteil* ausgesprochen, dass bei der Güter- und Interessenabwägung zur

²⁰⁸ *Lutter*, ZHR 157 (1993), 464, 472 ff.; *Medicus*, in: FS W. Lorenz (1991), S. 155, 169; *ders.*, ZGR 1998, 570, 584 f.; *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht⁴ (2002), § 36 II 5. d) (S. 1089 f.); *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten (2001), S. 846 ff.; *Westermann/Mutter*, DZWIR 1995, 184, 189. Die Entscheidung verteidigend allerdings v. *Bar*, in: FS Kitagawa (1992), S. 279. Ausführlich zum Ganzen *Hopt*, in: Großkomm. AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 503 ff.

²⁰⁹ *Lutter*, ZHR 157 (1993), 464, 482; *Mertens*, in: FS F. Sturm (1999), Bd. 2 S. 1055, 1062 f.; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften⁴ (2006), § 32 Rn. 102; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten (2001), S. 866 ff., 870; *Westermann/Mutter*, DZWIR 1995, 184, 189.

²¹⁰ *Wagner*, VersR 2001, 1057, 1061.

²¹¹ *Brüggemeier*, AcP 191 (1991), 33, 63 ff.; *Foerste*, EWIR 2001, 299, 300; *ders.*, VersR 2002, 1, 4.

²¹² Zum Konzept der unternehmensbezogenen Pflichten siehe oben S. 397 f.

²¹³ Vgl. nur *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 76 III 2. c) (S. 406).

²¹⁴ Vgl. BGH NJW 2008, 1734, 1735 (zur Veröffentlichung in BGHZ vorgesehen) zur Anlageberatung.

Klärung der Rechtswidrigkeit eines Eingriffs in das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb durch ein Organ einer juristischen Person auch vertragliche Pflichten der juristischen Person gegenüber dem Inhaber des Gewerbebetriebs zu berücksichtigen seien.²¹⁵ Teilweise wird auch eine Haftung über § 14 StGB bei strafbewehrten unternehmensbezogenen Pflichten²¹⁶ oder eine Übernahme deliktischer Verkehrspflichten durch den Organwaller angenommen.²¹⁷ Letztere soll allerdings nur in Betracht kommen, wenn der Organwaller sich eine grobe Verletzung des Kernbereichs der ihm obliegenden Aufgaben hat zuschulden kommen lassen.²¹⁸ Dies deutet darauf hin, dass auch bei einer lediglich auf die Gesellschaft bezogenen Pflicht eine persönliche Organhaftung nicht ausgeschlossen ist.²¹⁹

dd) Organaußenhaftung als Gehilfenhaftung?

Eine Möglichkeit, in diesen Konstellationen – aber auch stets dann, wenn grundsätzlich nur die Gesellschaft deliktisch verantwortlich ist – eine persönliche Außenhaftung der Organwaller zu begründen, liegt darin, die Organwaller als Gehilfen im Sinne von § 830 Abs. 2 BGB zu qualifizieren.²²⁰ Dieser Vorschlag wurde etwa mit Blick auf die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen gemacht,²²¹ da die §§ 37b, 37c WpHG sich nur an den „Emittenten“ und nicht die Organwaller wenden. In seiner ersten Befassung mit dem späteren „Baustoff-Fall“ hat der VI. Zivilsenat des BGH angedeutet, dass eine Haftung des Organwalters für im Unternehmen begangene Eigentumsverletzungen „sofern und soweit er persönlich an ihnen mitgewirkt hat (vgl. auch § 830 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 BGB), in Betracht käme“.²²² In den Stellungnahmen der Literatur wird eine Eigenhaftung der Organwaller über § 830 Abs. 2 BGB allerdings ganz überwiegend mit der Argumentationskette abgelehnt, für § 830 BGB seien die strafrechtlichen Beteiligtenbegriffe maßgeblich und die Norm sei daher auf das Handeln natürlicher Personen zugeschnitten, während die Gesellschaft nur durch

²¹⁵ BGHZ 166, 84, 115.

²¹⁶ *Bisson*, GmbH 2005, 1453, 1455; *Maier-Reimer*, NJW 2007, 3157, 3158 f.; *Verse*, ZHR 170 (2006), 398, 408 ff.

²¹⁷ Z.B. *Grunewald*, ZHR 157 (1993), 451, 456.

²¹⁸ *Grünwald*, Die deliktische Außenhaftung des GmbH-Geschäftsführers (1999), S. 152 f.

²¹⁹ Ausführlich dazu *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1518 ff. Siehe auch *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93, 143.

²²⁰ Allgemein zur Gehilfenhaftung im Kapitalmarktdeliktsrecht unten S. 444 f.

²²¹ *Schwark*, EWiR 2001, 1049, 1050; ihm folgend *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1220. Vgl. auch *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 187 (zur Prospekthaftung).

²²² BGHZ 100, 19, 25.

das Handeln ihrer Organe überhaupt ein Delikt begehen könne, so dass deren Tun nicht zugleich Haupttat und Beihilfe sein könne.²²³

Die Berufung auf die strafrechtliche Beteiligungslehre ist allerdings ein zweischneidiges Schwert. Denn das Strafrecht kennt mit § 14 Abs. 1 Nr. 1 StGB eine Zurechnungsnorm, die genau den entgegengesetzten Weg des § 31 BGB einschlägt: Öffentlich-rechtliche Pflichten der Gesellschaft werden strafatbestandlich garantiert, indem sie auf das Organmitglied persönlich übertragen werden.²²⁴ Das Strafrecht verfolgt also gerade das Konzept, die Verantwortlichkeit auf die Organwalter zu erweitern. Auf Grundlage dieses Konzepts ist der BGH so weit gegangen, in ständiger Rechtsprechung die strafrechtliche „Überwälzung“²²⁵ der besonderen Tätermerkmale auf den Organwalter auch in das Zivilrecht zu erstrecken: So wird der Organwalter über § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 14 Abs. 1 Nr. 1, 266a StGB persönlich für das Nichtabführen der Arbeitnehmerbeiträge haftbar gemacht, obwohl er nicht Arbeitgeber im Sinne des Sozialrechts ist.²²⁶

Aus Sicht des Deliktsrechts ist diese Konstruktion allerdings bedenklich. Zweck des § 14 StGB ist die Schließung von Strafbarkeitslücken, die dadurch entstehen können, dass zwar in der Person des Vertretenen die besonderen persönlichen Merkmale vorliegen, das strafbare Unrecht aber von einem Vertreter begangen wird.²²⁷ Im Zivilrecht fehlt es an der dem § 14 StGB zugrunde liegenden Schutzlücke, da die Gesellschaft als Primäradressat der Norm selbst unproblematisch zur Verantwortung gezogen werden kann.²²⁸ Verschärft wird das Problem dadurch, dass auch das Ord-

²²³ Doğan, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 219 mit Fn. 1141; Dühn, Schadensersatzhaftung (2003), S. 119 f.; Fleischer, AG 2008, 265, 271; Hewicker, Ad-hoc-Publizität (2005), S. 47 f.; Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1864; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 140; Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 130.

²²⁴ Rogall, in: Karlsruh. Komm. OWiG³ (2006), § 9 Rn. 19. Der Grund für die Erstreckung der Strafbarkeit ist streitig: Nach der herrschenden Pflichtentheorie liegt der Grund in einer „Pflichtenteilhabe“ des Organmitglieds; siehe z.B. Marxen, in: NK-StGB² (2005), § 14 Rn. 14 ff.; nach der Garantentheorie trifft die Organe dagegen eine grundlegende Garantienstellung; siehe z.B. Schünemann, in: LK-StGB¹² (2007), § 14 Rn. 14 ff. Der Grund, weshalb die herrschende Pflichtentheorie von einer Teilhabe der Organe an den Pflichten der Gesellschaft ausgeht, liegt in der „Kompetenz zur kollektiven Sinnbestimmung“, die den Organen in der Gesellschaft zukommt; so Rogall, a.a.O., Rn. 20.

²²⁵ Perron, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 14 Rn. 1.

²²⁶ Ständige Rechtsprechung vgl. nur BGH NJW 2005, 2546 und BGHZ 134, 304. Der BGH hält es gar nicht mehr für notwendig, § 14 StGB zu zitieren, wenn er den GmbH-Geschäftsführer persönlich in die Haftung nimmt.

²²⁷ Perron, in: Schönke/Schröder, StGB²⁷ (2006), § 14 Rn. 1. In diesen Fällen kann gemäß § 30 Abs. 1 Nr. OWiG auch gegen die juristische Person eine Geldbuße verhängt werden.

²²⁸ Sandmann, Die Haftung von Arbeitnehmern, Geschäftsführern und leitenden Angestellten (2001), S. 483 f.; Cahn, ZGR 1998, 367, 369 f.; Stein, DStR 1998, 1055,

nungswidrigkeitenrecht mit § 9 Abs. 1 Nr. 1 OWiG eine entsprechende Überwälzungsvorschrift kennt. In konsequenter Fortführung der BGH-Rechtsprechung zur Haftung für nicht abgeführte Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung könnten damit theoretisch sämtliche nur die Gesellschaft adressierenden Schutzgesetze des Verwaltungsrechts einschließlich der kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften ohne weiteres auf die Organwalter persönlich erstreckt werden.²²⁹ Es geht daher nicht an, bei unternehmensbezogenen Delikten eine zivilrechtliche Haftung der Organwalter über die Anwendung der Gehilfenhaftung zu begründen.²³⁰

Darüber hinaus ist es auch grundsätzlich nicht möglich, die allgemeinen Teilnahmevorschriften des § 830 Abs. 2 BGB ohne weiteres in das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis zu übertragen.²³¹

b) Gesellschaftsrechtliche Analyse

Die gesellschaftsrechtliche Analyse der deliktischen Organaußenhaftung besteht in der Aufgabe, die Haftung in das Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft einzuordnen. Das Gesellschaftsrecht hält ein diffiziles Haftungsgefüge bereit, in welches die deliktischen Tatbestände integriert werden müssen, damit es nicht zu Unstimmigkeiten und Wertungswidersprüchen kommt.

aa) Binnen- und Außenpflichten des Organwalters

Ausgangspunkt einer gesellschaftsrechtlichen Betrachtung der Organaußenhaftung ist die Feststellung, dass ein grundlegender Unterschied zwischen den Pflichten des Organwalters gegenüber der Gesellschaft und gegenüber Dritten besteht.²³² Gemäß der Konzeption des § 93 AktG bestehen die organschaftlichen Sorgfaltspflichten nur gegenüber der Gesellschaft. Weder gesellschaftsexterne Dritte, noch die Aktionäre können Ansprüche direkt aus § 93 AktG herleiten.²³³ Die Pflichten im Innen- und Außenver-

1057 f. (jeweils mit Bezug auf § 266a StGB); a.A. *Bisson*, GmbHR 2005, 1453, 1455; *Verse*, ZHR 170 (2006), 398, 410 f.

²²⁹ Für eine solche Erstreckung offenbar *Benzinger*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche (2008), S. 204 f.

²³⁰ I.E. ebenso *Ehricke*, ZGR 2000, 351, 358 ff.; *Fleischer*, AG 2008, 265, 271; *Maier-Reimer*, NJW 2007, 3157, 3160 f.; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG (2007), §§ 37b, c Rn. 80.

²³¹ Dazu ausführlich unten S. 444 f.

²³² *Bastuck*, Enthftung des Managements (1986), S. 114 ff.; *Lutter*, ZHR 157 (1993), 464, 476 f.

²³³ Ganz h.M., vgl. z.B. *Hopt*, in: Großkomm. AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 492; *Hefermehl/Spindler*, in: MüKo-AktG² (2004), § 93 Rn. 1, 175; *Hüffer*, AktG⁸ (2008), § 93 Rn. 19 f.; a.A. *Becker*, Verwaltungskontrolle durch Gesellschafterrechte (1997), S. 598 ff. Kritisch aus Sicht des US-Rechts *Bainbridge*, Corporation Law and Economics

hältnis sind nicht nur hinsichtlich der Person des Berechtigten zu trennen, sie sind auch inhaltlich keineswegs gleichläufig. Die Pflicht zur sorgfältigen Unternehmensleitung und allgemeine Verkehrspflichten sind bereits von der gesetzlichen Definition her verschieden (§ 93 Abs. 1 S. 1 AktG im Gegensatz zu § 276 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 BGB), unterscheiden sich aber auch in der inhaltlichen Ausgestaltung. Wesentlich für die Pflichten im Innenverhältnis ist der unternehmerische Entscheidungsspielraum, der dem Vorstand über § 93 Abs. 1 S. 2 AktG eingeräumt wird.²³⁴ Maßstab des unternehmerischen Handelns des Vorstands ist dabei das „Wohl der Gesellschaft“.²³⁵ Innerhalb des Gesellschaftswohls als Leitfaden für unternehmerische Entscheidungen sind die Interessen gesellschaftsexterner Dritter nur ein Kriterium, neben das andere Größen wie Gläubiger-, Anteilseigner- und Belegschaftsinteressen treten.²³⁶ Den Drittinteressen gebührt dabei nicht a priori der Vorrang.²³⁷

Zum innergesellschaftlichen Pflichtenkreis der Organe gehören auch Organisationspflichten, die darauf abzielen, Pflichtverletzungen der Gesellschaft im Außenverhältnis zu vermeiden. Dieses Ziel gilt aber keineswegs absolut, sondern steht ebenfalls unter dem Vorbehalt des unternehmerischen Ermessens.²³⁸ Teilweise wird vertreten, ein rechtswidriges Verhalten im Außenverhältnis stelle ipso iure zugleich eine Pflichtverletzung des Gesellschaftsorgans im Innenverhältnis dar.²³⁹ Dem ist jedoch nicht zu folgen. Pflichtverletzungen der Gesellschaft im Außenverhältnis implizieren selbst bei persönlichem Handeln des Organmitglieds nicht notwendigerweise eine Verletzung der innergesellschaftlichen Organpflichten. Ein Blick in den Bereich der Vertragsverletzungen verdeutlicht dies: Es kann

(2002), p. 364 et seq., der die Idee einer Bündelung der Pflichten bei der Gesellschaft als “being hyper-technical” und als “an inappropriate reification of the firm” abtut.

²³⁴ Zuvor bereits BGHZ 135, 244.

²³⁵ Vgl. *Birke*, Formalziel der Aktiengesellschaft (2005), S. 228 ff. Zuvor wurde meist auf das weitere „Unternehmensinteresse“ abgestellt, vgl. *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 88 ff. Zum Verhältnis der Begriffe ausführlich *Hopt/Roth*, in: *Großkomm. AktG*⁴ (2005), § 111 Rn. 103 ff.

²³⁶ Ausführlich zu den für das „Unternehmensinteresse“ maßgeblichen Wertungen *Hefermehl/Spindler*, in: *MüKo-AktG*² (2004), Vor § 76 Rn. 84 ff. Krit. zum Konzept *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 147 ff.

²³⁷ *Bastuck*, Enthftung des Managements (1986), S. 115.

²³⁸ Str., siehe *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 112 ff.; *Schlechtriem*, in: *Kreuzer*, Haftung der Leitungsorgane (1991), S. 9, 30; enger aber *Lutter*, AG 1991, 249, 250 ff.; *ders.*, GmbHR 2000, 301, 304; *Martinek*, Repräsentantenhaftung (1979), S. 160 ff.

²³⁹ *Abeltshauer*, Leitungshaftung (1998), S. 213; *Ihrig*, WM 2004, 2098, 2104; *Mertens*, in: *KK-AktG*² (1998), § 93 Rn. 34; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften⁴ (2006), § 14 Rn. 66. Anders dagegen zu Recht *Bastuck*, Enthftung des Managements (1986), S. 114: „Sorgfaltspflichten im Innenverhältnis und Verhaltenspflichten gegenüber Dritten können sich, müssen sich jedoch nicht decken“.

durchaus im Interesse der Gesellschaft liegen, sich auf § 275 Abs. 2 BGB zu berufen und einen Vertrag nicht zu erfüllen, auch wenn die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass dies Schadensersatzansprüche nach §§ 280 ff. BGB auslösen wird, weil die Leistungerschwerung in den Verantwortungsbereich der Gesellschaft fällt. Ein solches Verhalten verletzt zwar Rechtspflichten der Gesellschaft, nicht aber solche des Vorstandsmitglieds nach § 93 AktG.²⁴⁰ Die Grenze des unternehmerischen Ermessens ist erst überschritten bei vorsätzlichen Verstößen gegen gesetzliche Vorschriften, insbesondere gegen Strafbarkeitsnormen und für das Gemeinwesen ähnlich bedeutsame Normen;²⁴¹ weitere Einschränkungen der Leitungsmacht und damit des unternehmerischen Ermessens sind nicht anzuerkennen.²⁴² Dies gilt wohlgerne für das Innenverhältnis zwischen Organmitglied und Gesellschaft. Über die Frage, welche – insbesondere aus dem Gesichtspunkt der deliktischen Verkehrspflicht abgeleitete – Organisationspflichten das Organmitglied im Außenverhältnis treffen, ist damit noch nichts ausgesagt. Das wird insbesondere mit Blick auf Regress- und Freistellungsmöglichkeiten des Organmitglieds gegenüber der Gesellschaft deutlich.²⁴³ Ein solcher Rückgriff ist nur denkbar, wenn dem Organwahrer zwar die Verletzung seiner Pflichten im Außenverhältnis, nicht jedoch gegenüber der Gesellschaft angelastet werden kann.²⁴⁴

²⁴⁰ Hopt, in: Großkomm. AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 100; a.A. Raiser/Veil, Recht der Kapitalgesellschaften⁴ (2006), § 14 Rn. 67.

²⁴¹ Selbst in diesen Fällen besteht keine Haftung, wenn ein Verhalten von den zuständigen Behörden geduldet wurde; siehe LG Frankfurt/M. AG 2006, 510, 511 (zu vom BAKred geduldeten Verstößen gegen § 5 HypBkG).

²⁴² Roth, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 132; ähnlich Hopt/Roth, in: Großkomm. AktG⁴ (2005), § 116 Rn. 97, 99; Mertens, in: KK-AktG² (1996), § 84 Rdn. 77, 79; enger Fleischer, in: ders., Hdb. d. Vorstandsrechts (2006), § 7 Rn. 23; ders., ZIP 2005, 141, 144, 149. Die Kritik von Fleischer, a.a.O., S. 149, mit einer Beschränkung auf vorsätzliche Verstöße gegen für das Allgemeinwohl grundlegende Normen werde einerseits einer "Law-as-Price"-Theorie das Wort geredet und andererseits eine Abgrenzung nach dem Muster „malum in se/malum prohibitum“ vorgenommen, kann nicht überzeugen. Bei einem fahrlässigen Gesetzesverstoß wird gerade keine Kosten-/Nutzenabwägung bezogen auf die Einhaltung des fraglichen Gesetzes getroffen (möglicherweise allerdings hinsichtlich der Frage, welche Vorbeugungen in einem bestimmten Bereich getroffen werden), so dass der generelle Rechtsgehorsam nicht zugunsten ökonomischer Erwägungen in Frage steht. Auch eine Degradierung „bloßen Verwaltungsunrechts“ droht durch die weite Fassung des unternehmerischen Ermessens nicht, können doch vorsätzliche Rechtsverstöße notfalls über die Haftung nach § 826 BGB eingefangen werden. Letztlich darf auch nicht übersehen werden, dass in all diesen Fällen die Verantwortlichkeit der Gesellschaft selbst außer Frage steht. Es fragt sich aber, ob die Rechtsordnung zu ihrer Bewährung auf eine (zusätzliche) Verantwortlichkeit der Organe im Innenverhältnis angewiesen ist.

²⁴³ Vgl. dazu Wagner, VersR 2001, 1057, 1062 f.

²⁴⁴ Bastuck, Enthaftung des Managements (1986), S. 110 ff., 118; Roth, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 134.

bb) Folgerungen für die deliktsrechtliche Außenhaftung

(1) Grundsatz: nur Außenpflichten begründen Außenhaftung

Aus dem bisher Gesagten kann gefolgert werden, dass eine deliktsrechtliche Haftung von Organwaltern grundsätzlich nur aus dem Außenverhältnis zu begründen ist.²⁴⁵ Die Ausdehnung des § 31 BGB auf all jene Personen, denen „bedeutsame, wesensmäßige Funktionen der juristischen Person zur selbständigen, eigenverantwortlichen Erfüllung zugewiesen sind“, zeigt, dass bereits der Organbegriff des Deliktsrechts ein anderer ist, als der des Gesellschaftsrechts. Die nach § 31 BGB (analog) haftenden Personen können vielleicht als „Haftungsvertreter“,²⁴⁶ jedoch nicht als Gesellschaftsorgane bezeichnet werden. In Bezug auf die Haftungs begründung macht die h.M. aber keine Unterschiede zwischen Organen im Sinne des Gesellschaftsrechts und Leitenden Angestellten.²⁴⁷ Da die Leitenden Angestellten freilich keine organschaftlichen Pflichten im Sinne des Gesellschaftsrechts treffen, sich ihr Status vielmehr nach arbeitsrechtlichen Grundsätzen richtet,²⁴⁸ kann die Organschaft im strengen Sinne des Gesellschaftsrechts keine haftungs begründende Wirkung im Rahmen deliktischer Verkehrspflichten haben.

Die Pflichten des Haftungsvertreters setzen zwar eine bestimmte Stellung in der Gesellschaft voraus, sind aber nicht gesellschaftsrechtlich, sondern vielmehr im Außenverhältnis begründet. Die Gesellschaft haftet für das Verhalten ihrer Haftungsvertreter, weil diese die „Kompetenz zur kollektiven Sinnbestimmung“²⁴⁹ innehaben, nicht weil sie gesellschaftsrechtliche Pflichten treffen. Die deliktischen Verkehrspflichten, die eine Haftung auch für mittelbare Rechtsgutsverletzungen und Unterlassen begründen, sind genuin deliktsrechtlicher Natur und können nicht durch Rekurs auf gesellschaftsinterne Unternehmensorganisationspflichten gerechtfertigt werden. Dies verdeutlicht ein Beispiel aus der Rechtsprechung des BGH zur Organaußenhaftung: Im Fall der persönlichen Haftung für die Nichtabführung von Arbeitnehmeranteilen zur Sozialversicherung gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 266a und § 14 StGB trifft nach Auffassung des BGH sämtliche Geschäftsführer kraft ihrer „Allzuständigkeit“ die Pflicht, für die Erfüllung der öffentlichrechtlichen Pflichten der Gesellschaft, zu denen die

²⁴⁵ Ähnlich *Baums*, Geschäftsleitervertrag (1987), S. 259, 261.

²⁴⁶ Ausdruck von *Weick*, in: Staudinger (2005), § 31 Rn. 4.

²⁴⁷ Teilweise wird allerdings vertreten, dass es der Gesellschaft möglich sein soll, bezüglich der Leitenden Angestellten die Haftung auch für Vorsatz in analoger Anwendung des § 278 S. 2 BGB auszuschließen, vgl. *Reuter*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), § 31 Rn. 32; a.A. *Flume*, Die juristische Person (1983), S. 395 ff.; *Weick*, in: Staudinger (2005), § 31 Rn. 50.

²⁴⁸ Siehe nur *Preis*, in: Erfurter Komm. z. ArbeitsR⁸ (2008), § 611 BGB Rn. 105.

²⁴⁹ Vgl. *Rogall*, in: Karlsru. Komm. OWiG³ (2006), § 9 Rn. 20.

Abführung der Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung gehört, zu sorgen. Dieser Pflichten sollen sich die Geschäftsführer weder durch Zuständigkeitsverteilungen innerhalb der Geschäftsleitung, noch durch Delegation besonderer Aufgaben auf Personen außerhalb der Geschäftsleitung entledigen können.²⁵⁰ Dabei verweist der BGH selbst auf § 37 GmbHG um klarzustellen, dass abweichende Regelungen im Innenverhältnis (!) für das Außenverhältnis ohne Belang sind.²⁵¹ Der wesentliche Punkt ist, dass solche abweichenden Regelungen und Ressortzuständigkeiten, aber auch etwaige Haftungsbeschränkungen in den Arbeitsverträgen der Leitenden Angestellten, für die Pflichten im Verhältnis zur Gesellschaft durchaus von Belang sind.

(2) *Ausnahme: Erstreckung von Binnenpflichten ins Außenverhältnis*

Jedoch erscheint auch in den Fällen, in denen sich eine deliktische Verantwortlichkeit des Organwalters persönlich aus dem Außenverhältnis nicht begründen lässt, sondern vielmehr nur die Verletzung unternehmensbezogener Pflichten in Frage steht, eine persönliche Organaußenhaftung nicht völlig ausgeschlossen. Es ist möglich, einen Organwalter persönlich für die Verletzung unternehmensbezogener Pflichten haftbar zu machen, wenn die interne Organpflicht, für die Einhaltung unternehmensbezogener Pflichten durch die Gesellschaft zu sorgen, im Einzelfall in entsprechender Anwendung des dem § 823 Abs. 2 BGB zugrunde liegenden Rechtsgedankens eine Schutzwirkung zugunsten der durch die unternehmensbezogenen Pflichten Begünstigten entfaltet.²⁵² Es geht allerdings nicht an, unter Verweis auf die Einheit der Rechtsordnung jegliche interne Organpflicht mit Schutzwirkung zugunsten der Gesellschaftsgläubiger auszustatten.²⁵³ Vielmehr ist ähnlich wie bei § 823 Abs. 2 BGB im Einzelfall anhand allgemeiner Kriterien zu ermitteln, ob eine Pflicht gerade auch den Schutz der Gesellschaftsgläubiger bezweckt. Mindestbedingung einer solchen Schutzwirkung ist, dass das Organmitglied durch die für die Gesellschaft gegenüber einem Dritten pflichtwidrige Handlung gleichzeitig eigene Pflichten gegenüber der Gesellschaft verletzt. Des Weiteren muss ein besonderes öffentliches Interesse an der effektiven Durchsetzung der unternehmensbezogenen Pflicht bestehen, das es rechtfertigt, ausnahmsweise den Organwalter persönlich in die Verantwortung einzubeziehen.²⁵⁴ Schließlich ist eine besondere Verantwortlichkeit des betreffenden Organwalters gerade

²⁵⁰ BGHZ 133, 370, 377.

²⁵¹ BGH a.a.O.

²⁵² Ausführlich zum Folgenden bereits *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1518 ff.

²⁵³ So aber BGHZ 166, 84, 115.

²⁵⁴ Zum Konzept der „Organpflichten im öffentlichen Interesse“ *Ehricke*, ZGR 2000, 351, 375 ff.

für die Einhaltung der infrage stehenden Unternehmenspflicht zu verlangen.

2. Organhaftung im Rahmen spezialgesetzlicher Anspruchsgrundlagen

Auch im Rahmen der spezialgesetzlichen Kapitalmarktdelikte spielt die persönliche Organhaftung eine wesentliche Rolle. Gerade die Prospekthaftung wird – häufig in außer-kapitalmarktrechtlichen Kontexten – als ein paradigmatischer Fall der Organaußenhaftung angesehen.²⁵⁵ Die spezialgesetzlichen Kapitalmarktdelikte zeigen zwar generell eine Neigung zur Konvergenz, weisen jedoch bei einer detaillierten Betrachtung (noch) erhebliche Unterschiede hinsichtlich der persönlichen Organhaftung auf.

a) Prospekthaftung der Organmitglieder

Obwohl die Prospekthaftung das älteste kapitalmarktrechtliche Haftungsinstrument darstellt, ist die persönliche Organhaftung für fehlerhafte Prospekte alles andere als eine enträtselte Rechtsmaterie. Im Bereich der spezialgesetzlichen Haftung finden sich auch kaum Gerichtserkenntnisse. Ein großer Fallfundus hat sich dagegen bei der durch die Rechtsprechung entwickelten bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung angesammelt.

aa) Börsengesetzliche Prospekthaftung

Für die börsengesetzliche Prospekthaftung bestimmt eine altmodisch anmutende Umschreibung in § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG die Haftpflichtigen als diejenigen, „die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben“ sowie diejenigen, „von denen der Erlass des Prospekts ausgeht“. Der Inhalt dieser Tatbestandsmerkmale erschließt sich nur mit Blick auf die Entstehungsgeschichte.

(1) Entstehungsgeschichtlicher Hintergrund

Durch die Neufassung im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes²⁵⁶ wurden formelhafte Auslegungsversuche zur alten Gesetzesformulierung kodifiziert, wonach (vgl. § 45 BörsG 1908) zuvörderst diejenigen haftbar waren, „welche den Prospekt erlassen haben“. Dies war nach historischem Verständnis vor allem die Emissionsbank, sah doch § 5 Abs. 3 S. 2 der ZulBek 1910²⁵⁷ vor: „Der Prospekt ist von denjenigen, welche ihn erlassen, zu unterzeichnen; zu diesen muß der Antragsteller gehören.“ An-

²⁵⁵ Siehe etwa Baums, Geschäftsleitervertrag (1987), S. 259.

²⁵⁶ Dazu oben S. 14 f.

²⁵⁷ Bekanntmachung betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom 4.7.1910, RGBl., S. 917.

tragsteller konnte gemäß § 5 Abs. 1 ZulBek nur eine an der Börse vertretene „öffentliche Bankanstalt, Privatbank oder Bankfirma“ sein. Hintergrund dieser Gesetzesfassung ist, dass aus Sicht des historischen Gesetzgebers die Prospekthaftung in erster Linie als Haftung der Emissionsbanken konzipiert war.²⁵⁸ Die Prospekthaftung des Emittenten bei Eigenkapitalemissionen war mit Blick auf die Kapitalerhaltungsvorschriften lange Zeit streitig²⁵⁹ und scheint erst in jüngerer Zeit gegen Zweifel erhoben.²⁶⁰

Im Laufe der Zeit wandelte sich das Verständnis des „Prospekterlassers“. Nach der h.M. zu § 45 BörsG a.F. vor der Neufassung 1998 war „Prospekterlasser“, wer nach außen erkennbar die Verantwortlichkeit übernommen hatte.²⁶¹ Diese Auslegungsformel wurde bei der Reform zum Gesetzestext erhoben, wobei die Begründung klarstellte, dass die Verantwortlichkeit damit „in Übereinstimmung mit der bereits geltenden Rechtslage“²⁶² geregelt werden sollte. Andererseits waren nach § 45 BörsG 1908 entsprechend dem heutigen § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG diejenigen haftbar, „von denen der Erlaß des Prospekts ausgeht“. Damit sollten die hinter dem Prospekt stehenden eigentlichen Urheber erfasst werden.²⁶³ Dabei hatte der Gesetzgeber ebenfalls die Emissionsbanken im Blick, etwa kapitalkräftige Bankhäuser, die weniger solvente, kleine Kreditinstitute als Emissionshaus vorschoben.²⁶⁴

(2) Meinungsstand zur Prospekthaftung der Organwalter

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob und gegebenenfalls unter welchen Voraussetzungen Organmitglieder des Emittenten „für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben“ oder wann von ihnen „der Erlass des Prospekts ausgeht“. Dazu liest man in den Standardwerken folgende Argumentation: Eine Haftung als *Prospekterlasser* scheidet bei Organwaltern aus, da sie gemäß § 5 Abs. 4 S. 1 WpPG (entspricht § 14 Börs-

²⁵⁸ *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 II a) (S. 192) mit Fn. 5. Siehe auch *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 136. Daher auch die ersten Interpretationen der Prospekthaftung als vertragsrechtliches oder vertragsähnliches (da auch gegenüber Zweiterwerbem anwendbares) Institut, siehe oben S. 18 f.

²⁵⁹ Vgl. etwa *Meyer/Bremer*, BörsG⁴ (1957), § 45 Anm. 5; *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 8.

²⁶⁰ Ausführlich dazu oben S. 401 ff.

²⁶¹ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 202; *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 6.

²⁶² Begr. RegE 3. FMFG BT-Drucks. 13/8933, S. 78. Siehe auch *Ellenberger*, in: FS Schimansky (1999), S. 591, 599: „sprachliche Modernisierung des Gesetzes ohne inhaltliche Änderung“.

²⁶³ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 204; *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 7.

²⁶⁴ *Meyer/Bremer*, BörsG⁴ (1957), § 45 Anm. 4; *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 II (S. 191).

ZulVO a.F. bzw. § 3 VerkProspVO a.F.) die Verantwortung namens und für Rechnung des Emittenten übernehmen.²⁶⁵ Als Prospektveranlasser im Sinne von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG sollen Vorstandsmitglieder gemäß einer auf *Nußbaum* zurückgehenden Formel nur in Betracht kommen, wenn sie ein eigenes geschäftliches Interesse an der Emission haben; dagegen soll der Umstand, dass jemand zur Zeit des Prospekterlasses Vorstandsmitglied der betreffenden Gesellschaft gewesen ist, zur Haftungs begründung nicht ausreichen.²⁶⁶ Bezüglich der Anforderungen, die an das haftungsbegründende Eigeninteresse zu stellen sind, herrscht allerdings Streit. Nach der einen Ansicht genügt ein *persönliches* Interesse an der Emission im Sinne einer Prospekturheberschaft.²⁶⁷ Die Gegenauffassung verlangt ein eigenes *wirtschaftliches* Interesse, welches insbesondere gegeben sei, wenn die Organwalter durch die Platzierung eigener Aktienpakete sogleich oder nach Ablauf gewisser Haltefristen „Kasse machen“.²⁶⁸ Erwogen wird schließlich, solche Vorstandsmitglieder einzubeziehen, die in beträchtlichem Umfang Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil erhalten.²⁶⁹ Die haftungsbegründenden Kriterien bleiben letztlich aber erstaunlich vage, so dass ein zweiter Blick durchaus lohnend erscheint.

(3) Persönliche Haftung aufgrund von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG

Beim Kriterium der Verantwortungsübernahme (§ 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG) wurde nach der Neufassung durch das 3. Finanzmarktförderungs-

²⁶⁵ *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 227; *Gerber*, Prospekthaftung (2001), S. 126 f.; *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 Rn. 31; *Hopt/Voigt*, in: dies., a.a.O. S. 66 mit Fn. 372.

²⁶⁶ *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 II b), S. 193. Im Anschluss daran oder ähnlich etwa *Coing*, WM 1980, 206, 212; *Fleischer*, in: ders., Hdb. d. Vorstandsrechts (2006), § 14 Rn. 15; *ders.*, BKR 2003, 608, 609; *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 Rn. 35; *Hamann*, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz u.a. (1999), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 43; *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 44 BörsG Rn. 4; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 66 mit Fn. 372; *Lenenbach*; Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 8.95; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 9; *Wellhöfer*, in: Wellhöfer/Peltzer/Müller, Die Haftung von Vorstand Aufsichtsrat Wirtschaftsprüfer (2008), § 5 Rn. 46; a.A. *Gerber*, Prospekthaftung (2001), S. 129 f., mit dem wenig überzeugenden Argument, Vorstände hätten keine eigenen finanziellen Interessen, denn der Emissionserlös komme dem Emittenten zugute.

²⁶⁷ *Brondics/Mark*, AG 1989, 339, 342; *Schmitz*, Haftung des Vorstands (2004), S. 148 f.; *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 7.

²⁶⁸ *Fleischer*, in: ders., Hdb. d. Vorstandsrechts (2006), § 14 Rn. 16; *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 44 BörsG Rn. 4; *Mülbert/Steup*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung² (2008), § 33 Rn. 68; ähnlich *Bergdolt*, in: Heidel, AnwKomm. AktG (2003), § 44 BörsG Rn. 52.

²⁶⁹ *Assmann*, Referat zum 64. DJT (2002), P 11, P 24; *Fleischer*, BKR 2003, 608, 609.

gesetz – soweit ersichtlich – keine wirkliche Überprüfung der hergebrachten Formeln vorgenommen. Zwar spricht das Diktum der Gesetzesbegründung, die neue Gesetzesfassung stehe in Einklang mit der vorherigen Rechtslage, prima facie für die Gültigkeit der überkommenen Auslegung, jedoch vermag schon eine einfache Wortlautanalyse die h.M. in die Breddouille zu bringen. Die Formel von dem „Prospekterlasser“, der vom Wortlaut her überzeugend nur der Emittent, nicht aber das Organmitglied persönlich sein kann, ist so geläufig und althergebracht, dass sie keiner Rechtfertigung durch das Gesetz mehr zu bedürfen scheint.

Im Gesetz heißt es freilich seit 1998, es hafteten diejenigen, „die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben“. Es besteht jedoch ein erheblicher Unterschied zwischen dem „Erlass“ eines Prospekts, den man bei Organwaltern wohl nicht annehmen kann, und der Möglichkeit, die Verantwortung zu *übernehmen*. Ganz allgemein legt die Formulierung „Verantwortung übernommen“ eine Auslegung des Prospekts nahe. Im Fall der Prospekthaftung besteht allerdings eine spezielle gesetzliche Regel zur Verantwortungsübernahme.

Da § 44 BörsG in seiner dogmatischen Struktur dem § 823 Abs. 2 BGB ähnelt,²⁷⁰ ergeben sich die haftpflichtigen Personen aus dem Gesetz, dessen Verletzung haftungsbewehrt ist, konkret aus § 5 Abs. 4 S. 1 WpPG.²⁷¹ Danach muss der Prospekt Namen und Funktionen, bei juristischen Personen oder Gesellschaften die Firma und den Sitz der Personen oder Gesellschaften angeben, die für seinen Inhalt die Verantwortung übernehmen sowie eine Erklärung dieser Personen oder Gesellschaften enthalten, dass ihres Wissens die Angaben richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind. In dieser Regelung werden sowohl die potentiell haftungsbegründende Erklärung als auch die dafür verantwortlichen Personen definiert. Dass letztere gerade auch natürliche Personen – mithin die Organwalter persönlich – sein können, zeigt die Pflicht zur Angabe der „Funktion“ der betreffenden Person. Im zugrunde liegenden Art. 6 Abs. 1 S. 2 der Prospektrichtlinie 2003/71/EG heißt es noch deutlicher: „Die verantwortlichen Personen sind im Prospekt eindeutig unter Angabe ihres Namens und ihrer Stellung – bei juristischen Personen ihres Namens und ihres Sitzes – zu nennen“. Die Pflicht zur Angabe von „Funktion“ bzw. „Stellung“ der verantwortlichen Person erhellt, dass auch die Organwalter

²⁷⁰ Vgl. oben S. 26.

²⁷¹ Vgl. auch Assmann, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG (2001), § 13 Rn. 49. Wenn man die Prospekthaftung als „Vertrauenshaftung“ verstehen würde (dazu oben S. 20), gilt dasselbe, da die Typisierung des Vertrauens hier gerade auf der zugrunde liegenden Rechtspflicht des § 5 Abs. 4 WpPG beruht. Im Rahmen von § 14 BörsZulVO a.F. war allgemein anerkannt, dass durch gesetzliche Umschreibung der Verantwortlichen ein Anknüpfungspunkt für die Prospekthaftung geschaffen wurde; so etwa Schwark, in: ders., KMRK³ (2004), § 14 BörsZulV Rn. 1.

persönlich verantwortliche Personen sein können. Dafür spricht auch Art. 6 Abs. 1 S. 1 der Prospektrichtlinie, der lautet: „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass je nach Fall zumindest der Emittent oder dessen Verwaltungs-, Management- bzw. Aufsichtsstellen, der Anbieter, die Person, die die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt, oder der Garantiegeber für die in einem Prospekt enthaltenen Angaben haftet.“ Eine persönliche Organhaftung ist zwar europarechtlich nicht zwingend,²⁷² hängt aber von der nationalen Regelung ab, die nach Art. 6 Abs. 1 S. 2 Prospektrichtlinie festlegen soll, wer die Verantwortung zu übernehmen hat. Die Formulierung des § 5 Abs. 4 S. 1 WpPG ist diesbezüglich offen, stellt durch die Erwähnung der „Funktion“ aber klar, dass Organwalter – sofern sie die Verantwortung übernehmen – auch prospekthaftungspflichtig sind.

Dieser Auslegung lässt sich nicht entgegenhalten, die „Funktion“ respektive „Stellung“ beziehe sich auf Emissionsbanken oder sonstige Emissionshelfer. Denn diese kommen erst durch § 5 Abs. 4 S. 2 WpPG ins Spiel, können also noch nicht von Satz 1 erfasst sein. Zudem sieht die Prospektrichtlinie gerade keine Pflicht der Emissionsbank zur Verantwortungsübernahme vor, die Regelung von § 5 Abs. 4 S. 2 WpPG stellt vielmehr eine „überschießende“ Richtlinienumsetzung dar.²⁷³ Der Gesetzeswortlaut legt also nahe, dass die Vorstandsmitglieder des Emittenten, die die Verantwortung übernehmen, damit auch verantwortlich sind, sprich einer Haftung nach § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG unterliegen.

Allerdings verlangt § 5 Abs. 4 S. 1 WpPG eine Verantwortungsübernahme durch die Vorstandsmitglieder nicht zwingend, sondern lässt vielmehr offen, wer sich haftungsrechtlich verpflichten muss. Daher hängt die persönliche Haftung nach § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG entscheidend davon ab, ob der Organwalter die *Verantwortungsübernahme tatsächlich erklärt hat*.²⁷⁴ Wenig verwunderlich enthalten die in der Praxis anzutreffenden Prospekte stets nur eine Verantwortungsübernahme des Emittenten als juristische Person und erwähnen die Organwalter persönlich nicht.²⁷⁵

²⁷² Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 66.

²⁷³ Groß, Kapitalmarktrecht³ (2006), § 5 WpPG Rn. 8. Anders als Groß, a.a.O. mit (insoweit irreführendem) Verweis auf die Länderberichte in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005) andeutet, kennen aber auch England und Luxemburg grundsätzlich eine Prospekthaftung der Emissionsbank; vgl. Leyens/Magnus, in: Hopt/Voigt, a.a.O., S. 470 ff. (England) sowie Bolle, in: Hopt/Voigt, a.a.O., S. 731, 750 f. (Luxemburg).

²⁷⁴ So auch die ganz h.M. zu § 12 WpÜG, dazu unten S. 429 ff.

²⁷⁵ Siehe z.B. Wertpapierprospekt der Praktiker Bau- und Heimwerkermärkte Holding AG vom 4.11.2005, ISIN: DE000A0F6MD5, S. 22; Wertpapierprospekt der Hamburger Hafen und Logistik AG vom 19.10.2007, ISIN: DE000A0S8488, S. 39.

(4) *Persönliche Haftung aufgrund von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG*

Eine persönliche Prospekthaftung der Organe kommt in der Praxis daher nur aufgrund von § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG in Betracht, wenn von dem betreffenden Organwalter der Erlass des Prospekts ausgeht.²⁷⁶ Wie ein Kenner der Materie statuiert hat, sei die Kommentarliteratur bei der Bestimmung, wann dies der Fall ist, über die „grobfindrige Formel“ des geschäftlichen Eigeninteresses nicht hinausgekommen.²⁷⁷

Bei der Analyse der Argumentation fällt indes auf, dass maßgeblich auf zwei Elemente abgestellt wird: Voraussetzung soll zunächst sein, dass der Haftpflichtige kraft eigener Steuerungsmacht auf die Erstellung und Veröffentlichung eines unrichtigen oder unvollständigen Prospekts hingewirkt hat.²⁷⁸ Erst in einem zweiten Schritt – zur Vermeidung einer allgemeinen Durchgriffshaftung²⁷⁹ – wird zusätzlich das eigene geschäftliche bzw. wirtschaftliche Interesse verlangt. Maßgeblich sind damit einerseits die persönliche Sorgfaltspflichtverletzung bei der Prospekterstellung und andererseits das Handeln um eines persönlichen wirtschaftlichen Vorteils willen. Dies sind Kriterien, die auch im Rahmen der allgemeinen deliktsrechtlichen Organaußenhaftung eine entscheidende Bedeutung haben.²⁸⁰

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Organwalter dann einer persönlichen Prospekthaftung nach § 44 BörsG unterliegen, wenn sie entweder durch eindeutige Erklärung gemäß § 5 Abs. 4 S. 1 WpPG die Verantwortung für den Prospekt übernommen haben oder trotz nach außen nicht erklärter Verantwortungsübernahme im Innenverhältnis ihre Sorgfaltspflichten bei der Prospekterstellung verletzt und dabei um eines eigenen wirtschaftlichen Interesses willen gehandelt haben.

bb) Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung

Sehr viel weiter reichte die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung vor Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes.²⁸¹ Aufgrund der gegenüber einer Aktienemission veränderten gesellschaftsrechtlichen Konstruktion waren insbesondere die Geschäftsführer von Komplementär-

²⁷⁶ Diese über den Kreis derjenigen, die für die Angaben in einem Prospekt die Verantwortung übernehmen, hinausgehende Haftung ist mit den europarechtlichen Vorgaben vereinbar, vgl. EuGH Rs. C-430/05 (*Ntinionik AE*), AG 2007, 779 (zu Art. 21 der Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG). Die Formulierung in Art. 6 Abs. 1 Prospekt-richtlinie 2003/71/EG („zumindest“) dürfte eine derartige Auslegung ebenfalls zulassen.

²⁷⁷ *Fleischer*, BKR 2003, 608.

²⁷⁸ *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 6 Rn. 223; *Mülbert/Steup*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung² (2008), § 33 Rn. 68; *Schwark*, in: *ders.*, *KMRK*³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 9.

²⁷⁹ Siehe nur *Hopt*, in: *Baumbach/Hopt*, HGB³³ (2008), § 44 BörsG Rn. 4.

²⁸⁰ Vgl. *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1521.

²⁸¹ Dazu oben S. 15 ff.

GmbHs sowie Gründungs- und Treuhandkommanditisten Ziele von Ansprüchen aus bürgerlichrechtlicher Prospekthaftung im engeren Sinne.²⁸² Den Kreis der Haftpflichtigen illustriert eine frühe BGH-Entscheidung, in der es heißt:

„Die Bekl. waren die Initiatoren, Gestalter und Gründer der hier infrage stehenden Publikums-KG; sie legten den Gegenstand der einzelnen Gesellschaftsunternehmen fest und traten nach außen als diejenigen in Erscheinung, deren Tätigkeit und Zuverlässigkeit die Verwirklichung der im Prospekt genannten und im Rahmen des Gesellschaftsvertrages liegenden Objekte gewährleistet. Nach Gründung der Gesellschaft waren sie die Geschäftsführer, unter deren Verantwortung und Leitung alle wesentlichen geschäftlichen Maßnahmen getroffen wurden. Demgemäß erschienen sie persönlich – bei Herausgabe des hier infrage stehenden Prospekts – als die Garanten dafür, daß die gesellschaftlichen Vorhaben mit aller Sorgfalt vorbereitet und insbesondere die Verlautbarungen in dem Prospekt vollständig und richtig sind.“²⁸³

Die Organwalter galten also aufgrund ihrer Managementfunktion und ihrer Mitwirkung in der Planungs- und Vertriebsphase als die primären Haftungsadressaten.²⁸⁴ Teilweise wurde jedoch auch die Auffassung vertreten, dass bloßes Organhandeln ohne das Hinzutreten zusätzlicher Vertrauensstatbestände eine Haftung nicht habe begründen können.²⁸⁵ Gemäß der Rechtsprechung des BGH genügte jedoch ein „typisches“ Vertrauen für die Haftungs begründung,²⁸⁶ so dass die Organmitglieder selbst dann in die Haftung genommen werden konnten, wenn sie dem Anleger im Einzelfall persönlich nicht bekannt waren.²⁸⁷ Die Bedeutung dieser Haftung wird ersichtlich, wenn man berücksichtigt, dass nach h.M. eine Haftung der Anlagegesellschaft selbst oder der übrigen Anlegerkommanditisten nicht in Betracht kam.²⁸⁸

²⁸² Ausführlicher Überblick bei *Eyles*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 35 ff.

²⁸³ BGHZ 71, 284, 288.

²⁸⁴ *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 60 f., 63; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 9.30.

²⁸⁵ *Assmann*, Prospekthaftung (1985), S. 336; *Köndgen*, AG 1983, 120 f. Ähnlich *Eyles*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 41 mit Bezug auf Mitglieder von Beiräten oder Aufsichtsräten.

²⁸⁶ BGHZ 72, 382, 385, 387; 79, 337, 341 f.

²⁸⁷ *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 232; *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 193; *Eyles*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung (2000), § 2 Rn. 34; *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), Anh § 177a Rn. 63; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht (2002), Rn. 9.30.

²⁸⁸ Siehe Nachweise in Fn. 175.

cc) Investmentrechtliche Prospekthaftung

Gänzlich anders ist die Situation bei der investmentrechtlichen Prospekthaftung gemäß § 127 InvG. Nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut trifft die Haftung nur die Kapitalanlagegesellschaft oder ausländische Investmentgesellschaft sowie denjenigen, der die Anteile im eigenen Namen gewerbsmäßig verkauft. Eigenverkäufer sind insbesondere Kreditinstitute.²⁸⁹ Damit scheidet eine persönliche Haftung des Fondsmanagements aufgrund von § 127 InvG aus.

b) Haftung der Organmitglieder nach §§ 37b, 37c WpHG

Rechtspolitisch hoch umstritten ist die persönliche Organaußenhaftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität. Die durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz eingeführte spezialgesetzliche Haftung gibt dafür *de lege lata* allerdings noch keine Grundlage. Nach dem klaren Wortlaut des Gesetzes statuieren die §§ 37b, 37c WpHG eine Haftung des „Emittenten“. Es entspricht daher allgemeiner Ansicht, dass eine Haftung der Organwalter im Außenverhältnis nicht auf die §§ 37b, 37c WpHG gestützt werden kann.²⁹⁰ Allerdings entfaltet § 15 Abs. 6 WpHG hinsichtlich der Organwalter auch keine Ausschlusswirkung.²⁹¹ Diskutiert wird eine Mithaftung der Organwalter als Gehilfen gemäß § 830 Abs. 2 BGB.²⁹² Die Praxis behilft sich derzeit mit der Anwendung von § 826 BGB.²⁹³

c) Übernahmerechtliche Haftung der Organmitglieder

Die übernahmerechtliche Haftung in § 12 WpÜG lehnt sich vom Wortlaut an § 44 BörsG an. Es haften einerseits diejenigen, die für die Angebotsunterlage die Verantwortung übernommen haben und andererseits diejenigen, von denen der Erlass der Angebotsunterlage ausgeht. Dieser Gleichlauf der Formulierungen legt *prima facie* auch eine parallele Auslegung nahe.²⁹⁴

²⁸⁹ Baur, Investmentgesetze² (1997), § 20 KAGG Rn. 19; Horst, Kapitalanlegerschutz (1987), S. 27 (jeweils zur Vorgängervorschrift § 20 KAGG).

²⁹⁰ Z.B. Doğan, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 171; Ehricke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 287; Fleischer, NJW 2002, 2977, 2979; Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, 2031, 2036; Hewicker, Ad-hoc-Publizität (2005), S. 47; Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 937; Hopt, Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), (16) WpHG Einl. Rn. 18; Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 131.

²⁹¹ Hirte, in: Bankrechtstag 1995 (1996), S. 47, 87; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 161; Schwark, in: FS Hadding (2004), S. 1117, 1133.

²⁹² Dazu bereits oben S. 415 ff.

²⁹³ Dazu ausführlich oben S. 58 ff.

²⁹⁴ So auch die Intention des Gesetzgebers, vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

Nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG haften demnach zwingend der Bieter (wegen der Pflicht, die Angebotsunterlage gemäß § 11 Abs. 1 S. 5 WpÜG zu unterzeichnen) sowie sonstige Personen, die freiwillig gemäß § 11 Abs. 3 WpÜG die Verantwortung übernommen haben.²⁹⁵ Sofern die Organwalter nicht freiwillig eine solche Erklärung abgeben, kommt ihre Haftung nur nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG in Betracht. Bei der Auslegung dieser Tatbestandsalternative wird allgemein auf die Wertungen aus der börsengesetzlichen Prospekthaftung zurückgegriffen, so dass Organe dann in Haftung genommen werden können sollen, wenn sie ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Übernahme der Zielgesellschaft haben.²⁹⁶

Aufgrund der Gegenläufigkeit der Situation im Vergleich zur Prospekthaftung stellt sich allerdings die Frage, wann ein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Übernahme einer Zielgesellschaft bei einem Organwalter vorliegt. Die zur Prospekthaftung gebildete Fallgruppe des Verkaufs eigener Aktien beim Börsengang²⁹⁷ lässt sich mangels Parallele jedenfalls nicht übertragen. Vereinzelt wird vertreten, ein eigenes wirtschaftliches Interesse zeige sich daran, dass ein Mitglied der Geschäftsleitung die Erstellung der Angebotsunterlage maßgeblich steuere.²⁹⁸ Jedoch gilt auch bei der übernahmerechtlichen Haftung, dass es nicht zu einer allgemeinen Durchgriffshaftung auf die Organe kommen soll.²⁹⁹ Wenn man die Steuerung der Angebotsunterlagenerstellung, die zur sorgfältigen Wahrnehmung der Leitungsfunktion bei der Bietergesellschaft gehört, bereits ausreichen ließe, um eine persönliche Organaußenhaftung gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft zu begründen, käme dies einer Durchgriffshaftung gleich. Auch die Anknüpfung an die Steigerung des Werts eigener Aktien oder Aktienoptionen der Bietergesellschaft erscheint als Anknüpfungskriterium zweifelhaft, reicht doch etwa bei Beratern nach h.M. das Faktum der er-

²⁹⁵ Allg. Ansicht; vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 42; *Assmann*, AG 2002, 153, 157; *ders.*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG (2005), § 12 Rn. 36; *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 12 Rn. 91; *Noack*, in: *Schwark, KMRK*³ (2004), § 12 WpÜG Rn. 5; *Oechsler*, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG (2003), § 12 Rn. 8 a.E.; *Renner*, in: *Haarmann/Schüppen*, *Frankfurter Komm. WpÜG*² (2005), § 12 Rn. 15; *Thoma*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Stand: 5/04), § 12 Rn. 40.

²⁹⁶ Zum Kriterium des eigenen wirtschaftlichen Interesses bereits Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 42; ähnlich *Assmann*, AG 2002, 153, 157; *ders.*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG (2005), § 12 Rn. 37, 39; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 407; *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 12 Rn. 92; *Oechsler*, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG (2003), § 12 Rn. 9; *Noack*, in: *Schwark, KMRK*³ (2004), § 12 WpÜG Rn. 6; *Renner*, in: *Haarmann/Schüppen*, *Frankfurter Komm. WpÜG*² (2005), § 12 Rn. 16; *Thoma*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Stand: 5/04), § 12 Rn. 41.

²⁹⁷ Vgl. oben S. 424.

²⁹⁸ *Oechsler*, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG (2003), § 12 Rn. 9. Ähnlich *Renner*, in: *Haarmann/Schüppen*, *Frankfurter Komm. WpÜG*² (2005), § 12 Rn. 16 a.E.

²⁹⁹ *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 407.

folgsabhängigen Vergütung nicht aus, um sie der Haftung gemäß § 12 WpÜG zu unterwerfen.³⁰⁰ Spezifisch übernahmerechtliche Konkretisierungen des „eigenen wirtschaftlichen Interesses“ wollen darauf abstellen, ob ein Interesse an der mit dem Angebot verfolgten Beteiligung am Zielunternehmen besteht.³⁰¹ Wie ein solches Interesse bezogen auf die Geschäftsleitung der Bietergesellschaft allerdings aussehen könnte, bleibt unklar. Die Erweiterung des eigenen Organzuständigkeitsbereichs durch die Übernahme einer anderen Gesellschaft kann jedenfalls nicht ausreichen, um ein derartiges „wirtschaftliches“ Interesse zu begründen. Auch eine Beteiligung des betreffenden Organwalters als Minderheitsgesellschafter an der Bietergesellschaft genügt kaum, da ihm – anders als im Fall des Verkaufs eigener Aktien beim IPO – die Vorteile nur zu einem geringen Teil zufließen. Etwas anderes mag nur dann gelten, wenn der Organwalter beherrschender Mehrheitsgesellschafter des Bieters ist und die Bietergesellschaft benutzt, um eigene Beteiligungsinteressen zu verfolgen. Dann liegt der Zurechnungsgrund aber nicht mehr in der Organschaft, sondern in der Stellung als beherrschender Gesellschafter – einer anerkannten Fallgruppe des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG.³⁰² Andere Fälle eines spezifischen Interesses an der Beteiligung, das über das durch die Leitung der Bietergesellschaft legitimierte Akquisitionsinteresse hinausgeht, werden – soweit ersichtlich – nicht diskutiert und erscheinen auch schwer denkbar.

Zusammenfassend lässt sich daher festhalten, dass eine Haftung von Organwaltern aufgrund von § 12 WpÜG, trotz des vordergründigen Gleichlaufs mit § 44 BörsG, grundsätzlich nicht in Betracht kommt.

d) Reformbestrebungen

Im Herbst 2004 hat das Bundesministerium der Finanzen mit dem Entwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes³⁰³ den Versuch unternommen, die persönliche Organhaftung im Rahmen der spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen zu reformieren. Gemäß § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 BörsG-E sollten auch die „für die Erstellung des Prospekts verantwort-

³⁰⁰ *Vaupel*, WM 2002, 1170, 1171; siehe auch *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 12 Rn. 39; *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 12 Rn. 18.

³⁰¹ So der Vorschlag von *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 12 Rn. 39.

³⁰² Dazu *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 407; *Noack*, in: Schwark, KMRK³ (2004), § 12 WpÜG Rn. 6; *Oechsler*, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG (2003), § 12 Rn. 9; *Renner*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Komm. WpÜG² (2005), § 12 Rn. 16; *Thoma*, in: Baums/Thoma, WpÜG (Stand: 5/04), § 12 Rn. 41.

³⁰³ Vgl. Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), NZG 2004, 1042.

lichen Mitgliedern eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans“ für unrichtige oder unvollständige Prospekte haften, ohne dass es auf zusätzliche Kriterien wie ein eigenes wirtschaftliches Interesse ankommen sollte. In ähnlicher Weise sah § 37a Abs. 2 WpHG-E eine umfassende Haftung der Mitglieder eines „Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans“ für sekundärmarktrechtliche Informationspflichtverletzungen vor.³⁰⁴ In beiden Fällen sollte der Organwahrer gemäß § 44 Abs. 5 BörsG-E bzw. § 37a Abs. 5 WpHG-E seine Haftung im Falle unvorsätzlichen Handelns auf einen Höchstbetrag in Höhe der vierfachen, ihm vom Emittenten in den letzten zwölf Monaten vor der Pflichtverletzung geleisteten Bruttovergütung einschließlich der variablen Vergütungsbestandteile beschränken können.

Eine Reform der übernahmerechtlichen Haftung war dagegen im Rahmen des Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes nicht geplant.

3. Organpflichten im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis

Nach der Analyse der Organaußenhaftung aus deliktsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Sicht, der Betrachtung der spezialgesetzlich geregelten Fälle und des ökonomischen Hintergrunds persönlicher Verantwortlichkeit von Managern am Kapitalmarkt, können im Folgenden im Wege einer Zusammenschau die Organpflichten im kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis bestimmt werden.

a) Grundsatz

Eine zivilrechtliche Haftung für die Verletzung einer Norm des öffentlichen Kapitalmarktrechts kommt immer dann in Betracht, wenn diese Norm Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist, weil sie darauf zielt, die Divergenz zwischen wirtschaftlichem und juristischem Näheverhältnis zu überbrücken.³⁰⁵ Als Ausgangspunkt ist festzuhalten, dass eine solche wirtschaftliche Nähebeziehung zunächst nur zu dem Emittenten besteht. Auf den Emittenten ist das Beteiligungsinteresse des Anlegers sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt gerichtet. Dies spiegelt sich auch in den spezialgesetzlich kodifizierten Kapitalmarktdelikten wider, die im Grundsatz von einer Haftung des Emittenten (oder des Bieters) ausgehen.³⁰⁶ In deliktsrechtlicher Diktion handelt es sich bei den Kapitalmarktdelikten somit um „unternehmensbezogene Pflichtverletzungen“.³⁰⁷

³⁰⁴ Kritisch dazu *Casper*, BKR 2005, 83, 85 ff.

³⁰⁵ Dazu oben S. 228 f.

³⁰⁶ Dazu oben S. 422 ff.

³⁰⁷ Dazu oben S. 397 f. Ausführlich *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1516 f.

Jedoch kennen auch die spezialgesetzlichen Kapitalmarktdelikte eine persönliche Organhaftung und zwar immer in den Fällen, in denen nicht nur die Verletzung einer Sorgfaltspflicht, sondern das Handeln um des eigenen Vorteils willen im Raum steht.³⁰⁸ Diesen Grundsatz hat der BGH in der Infomatec-Entscheidung für das gesamte Kapitalmarktdeliktsrecht verallgemeinert. Er hat ausgeführt, die Sittenwidrigkeit im Sinne des § 826 BGB ergebe sich insbesondere auch daraus, dass die Organwalter in objektiv unlauterer Weise „eigene Zwecke“ verfolgten, im konkreten Fall den Wert ihrer eigenen Beteiligung als Gründungsgesellschafter steigern wollten.³⁰⁹ In diesen Fällen besteht auch aus Präventionsgründen ein erhöhtes Interesse an wirksamer persönlicher Haftung.³¹⁰ Wenn Organwalter aus sachfremden Eigeninteressen gegen Vorschriften des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses verstoßen, geschieht dies zumeist gerade mit dem Ziel, den Corporate Governance-Mechanismus des Markts auszuschalten, um sich eigennützig Vorteile zu sichern. Ein solches Verhalten verletzt nicht nur Sorgfaltspflichten, sondern führt dazu, dass die Unternehmensleistungsleistung nicht mehr unbeeinflusst von eigenen Interessen durch den Markt bewertet werden kann. Damit steht ein Verstoß gegen „kapitalmarktrechtliche Treuepflichten“³¹¹ im Raum. Als Korrelat der Inanspruchnahme öffentlicher Kapitalmärkte entstehen derartige Treuepflichten mit dem Inhalt, dem Kapitalmarkt zutreffend Rechenschaft über diejenigen Umstände abzulegen, die zur Bewertung eines ökonomisch sinnvollen Einsatzes des zur Verfügung gestellten Kapitals erheblich sind. Wenn der Organwalter in seinem Handeln die eigenen wirtschaftlichen Interessen über die des Emittenten stellt, verhindert er aufgrund eigener Betroffenheit die unbeeinflusste Rechenschaftslegung. Dadurch erweitert sich die wirtschaftliche Nähebeziehung hin zum Organwalter, weil nun nicht mehr die wirtschaftliche Verwendung des eingeworbenen Kapitals, sondern das wirtschaftliche Eigeninteresse des Organwalters in den Vordergrund tritt. Das Interesse des Anlegers geht nicht mehr ausschließlich auf eine renditeträchtige Anlagemöglichkeit im Emittenten, sondern auch darauf, dass der Organwalter keine persönlichen Sondervorteile aus dem Verstoß gegen die Rechenschaftspflichten zieht.

Das Handeln um des eigenen Vorteils willen ist nicht nur im Gesellschaftsrecht als Treuepflichtverletzung haftungsbegründend und führt bei der Prospekthaftung zu einer Verantwortlichkeit als Prospektveranlasser, sondern stellt in Form der Zueignungs- oder Bereicherungsabsicht auch einen straf- und deliktsrechtlichen Topos dar, der im Rahmen von § 823

³⁰⁸ Dazu oben S. 427 f.

³⁰⁹ BGHZ 160, 149, 158.

³¹⁰ Siehe oben S. 375 ff. sowie S. 388 ff. und S. 390 f.

³¹¹ Siehe dazu bereits *Hopt*, ZGR 1993, 534, 546; *ders.*, in: Hommelhoff, 3. Max Hachenburg-Gedächtnisvorlesung (2000), S. 9, 34. Ausführlich unten S. 436 ff.

Abs. 2 BGB durchweg die Schutzgesetzeigenschaft strafrechtlicher Verbote nach sich zieht.³¹² Es handelt sich daher um einen Kreuzungspunkt gesellschafts-, kapitalmarkt- und deliktsrechtlicher Pflichten, dessen Überschreitung grundsätzlich eine persönliche Verantwortlichkeit des Organwalters nach sich zieht, auch wenn es sich um die Verletzung unternehmensbezogener Pflichten handelt. Durch das eigennützige, rechtswidrige Handeln macht sich der Organwalter selbst zum Gegenstand des wirtschaftlichen Näheverhältnisses und damit zur Partei des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses.

Die Grundregel für die persönliche Organaußenhaftung am Kapitalmarkt lautet daher: Im Grundsatz haftet nur der Emittent als Partei des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, es sei denn der Organwalter macht sich durch ein eigensüchtiges Handeln, das darauf abzielt, unter Umgehung der Corporate Governance-Mechanismen des Kapitalmarkts persönliche Sondervorteile zu ziehen, selbst zur Partei des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses und damit zur haftpflichtigen Person. Entscheidend ist dabei auf der einen Seite die Verletzung einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht und auf der anderen Seite die Beeinträchtigung von Interessen, welche über diejenigen der unmittelbar geschädigten Anleger hinausreichen, namentlich der Eingriff in Mechanismen der externen Corporate Governance. Nur das Zusammenspiel dieser beiden Elemente rechtfertigt es, die Organwalter für die Verletzung eigentlich an die Gesellschaft adressierter Pflichten im Einzelfall haftbar zu halten.

Was aus diesem Grundsatz im Einzelnen folgt ist in den folgenden Abschnitten zu entfalten.

b) Kumulative Haftung mit dem Emittenten

Erster Bezugspunkt des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist der Emittent. Da es sich bei den Pflichten des Kapitalmarktdeliktsrechts um unternehmensbezogene Pflichten handelt, entfällt die Haftung des Emittenten nicht dadurch, dass auch der Organwalter persönlich haftbar gehalten wird. Die Gründe für eine allgemeine Emittentenhaftung wurden bereits oben dargestellt.³¹³ Die fortbestehende Emittentenhaftung gewährleistet, dass auch andere Bereiche des Unternehmens präventiv eingebunden werden, um Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Pflichten des Emittenten aus eigennützigen Gründen in der Person eines Organwalters

³¹² Vgl. oben S. 49 und S. 73 f.

³¹³ Oben S. 409 ff.

zu verhindern. Auch ein insolvenzrechtlicher Nachrang³¹⁴ ließe die Emittentenhaftung als solche nicht entfallen.

Im Außenverhältnis stellt sich die Haftung im Einklang mit den Grundregeln des § 840 Abs. 1 BGB und der §§ 44 BörsG, 12 WpÜG als Gesamtschuld dar.³¹⁵ Im Innenverhältnis ist der Organwalter dem Emittenten zur Freistellung verpflichtet. Da es sich um die Verletzung unternehmensbezogener Pflichten handelt, setzt eine Außenhaftung voraus, dass der Organwalter zunächst seine Organpflichten im Innenverhältnis verletzt hat.³¹⁶ Daraus folgt, dass der Gesellschaft stets der Binnenregress eröffnet ist, sollte sie anstelle des Organwalters im Außenverhältnis in die Haftung genommen werden. Darüber hinaus können weitere Organwalter, die zwar nicht ihre kapitalmarktrechtliche Treuepflicht verletzt haben – etwa weil sie nicht um eines eigenen Vorteils willen gehandelt haben –, nichtsdestotrotz im Innenverhältnis der Haftung unterliegen, weil sie gegen ihre Sorgfaltspflicht nach § 93 AktG verstoßen haben.

c) Beeinträchtigung marktbasierter Corporate Governance-Mechanismen

Ein wichtiges Ergebnis der bisherigen Untersuchung ist, dass das Kapitalmarktdeliktsrecht eine wesentliche Rechtfertigung in seiner verhaltenssteuernden Funktion findet, genauer gesprochen darin, dass es die Funktionsfähigkeit marktbasierter Corporate Governance-Mechanismen ermöglicht.³¹⁷ Wenn durch ein Fehlverhalten die Funktionsfähigkeit der Corporate Governance eines Emittenten beeinträchtigt wird, tritt nicht nur eine unmittelbare Schädigung derjenigen Anleger ein, die mit den Wertpapieren gehandelt haben. Darüber hinaus entsteht ein volkswirtschaftlicher Schaden, weil durch das der kapitalmarktrechtlichen Pflichtverletzung vorgelagerte Fehlverhalten das angelegte Risikokapital nicht der optimalen Verwendung zugeführt wird. Dieser Zusammenhang lässt eine wirksame Prävention, wie sie insbesondere eine persönliche Organhaftung im Außenverhältnis bewirken kann, besonders wichtig erscheinen.

Voraussetzung einer Organaußenhaftung wegen Verstoßes gegen das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis ist daher, dass die Tätigkeit des betreffenden Organwalters überhaupt im Zusammenhang mit der Corporate Governance des die öffentlichen Kapitalmärkte in Anspruch nehmenden Unternehmens steht. Organwalter von Marktintermediären, Kapitalanlagegesellschaften oder Investmentaktiengesellschaften können zwar auch gegen anlegerschützende Vorschriften des Kapitalmarktrechts verstoßen. Im Falle der Investmentfonds ist der Geschäftsbetrieb aber auf die Anlage in Vermö-

³¹⁴ Dazu oben S. 408 f.

³¹⁵ Ausführlich unten S. 445 f.

³¹⁶ *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1518 f.

³¹⁷ Siehe S. 143 ff. und S. 223 f.

gensgegenstände (bei Kapitalanlagegesellschaften etwa gemäß §§ 47-52 InvG) beschränkt; Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit Kapitalmarktintermediation sind Teil des operativen Geschäfts und nicht der den *eigenen* Kapitalgebern geschuldeten Unternehmensleitung. Solche kapitalmarktrechtlichen Pflichtverstöße sind daher nicht zugleich Verletzungen von Regeln der Corporate Governance. Ein erhöhtes Präventionsbedürfnis, das die persönliche Organhaftung im Kernbereich des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses rechtfertigt, besteht in diesen Fällen nicht. Im Einklang damit sieht etwa § 127 Abs. 1 InvG nur eine Haftung der Kapitalanlagegesellschaft, nicht aber ihrer Organwalter vor.

d) Verletzung einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht

Eine persönliche Außenhaftung aus Präventionsgründen ist nur dann erforderlich, wenn durch die bloße Unternehmenshaftung mit Regressmöglichkeit keine hinreichende Abschreckungswirkung erzielt werden würde. Dies ist typischerweise in solchen Konstellationen der Fall, in denen der betreffende Organwalter nicht nur die erforderliche Sorgfalt außer Acht lässt, sondern vielmehr durch eigene, sachfremde Interessen gesteuert wird.

aa) Unternehmerisches Ermessen und Rechenschaftspflichten

Im Gegensatz zu geschlossenen Gesellschaften mit einem kleinen Gesellschafterkreis unterliegen die Organe einer typischen kapitalmarktorientierten Gesellschaft keinem oder nur geringem unternehmerischen Einfluss der Kapitalgeber. Sie sind in ihrer Geschäftsführung weitgehend unabhängig. Die Organwalter genießen einen weiten unternehmerischen Ermessensspielraum bei der Verwendung des von den Anlegern eingeworbenen Kapitals, der es ihnen ermöglicht, untereinander in einen Wettbewerb darum zu treten, wer die lukrativste Renditeaussicht für Risikokapitalgeber bieten kann. Um eine dementsprechende Geschäftspolitik zu ermöglichen, haften die Organwalter nicht für Nachteile, die aufgrund einer fehlgeschlagenen Geschäftsführungstätigkeit auftreten, solange sie zum Wohl der Gesellschaft gehandelt haben.³¹⁸

Durch die Inanspruchnahme öffentlicher Kapitalmärkte erweitert sich jedoch nicht nur die Geschäftsführungsfreiheit; gleichzeitig wandelt sich die gesellschaftsrechtliche Rechenschaftspflicht, wie sie etwa in geschlossenen Personengesellschaften oder der GmbH besteht, hin zu den kapitalmarktrechtlichen Publizitätsanforderungen. Diese sind danach abgestuft, inwieweit die öffentlichen Märkte in Anspruch genommen werden. Die höchste Pflichtendichte besteht für Emittenten, deren Anteile im regulier-

³¹⁸ Statt aller *Hopt/Roth*, Großkomm. AktG⁴ (2006), § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 nF Rn. 8, 26 ff.

ten Markt gehandelt werden; die geringste Pflichtendichte bei geschlossenen Fonds und Emittenten sonstiger Vermögensanlagen im Sinne des § 8f VerkProspG, die sich nur an eine verhältnismäßig geringe Zahl von Anlegern wenden. Die jeweiligen Publizitätsvorschriften sollen den Kapitalgebern ermöglichen, die Verwendung ihres Geldes durch den Emittenten, sprich die für ihn handelnden Organe nachzuvollziehen und für den Fall, dass sie mit der Geschäftspolitik nicht zufrieden sind, Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Dabei kann es sich um gesellschaftsinterne Maßnahmen handeln, aber auch um die Veräußerung des eignen Kapitaltitels an einen Dritten.

Damit die derart geschaffenen marktbasieren Kontrollmechanismen funktionieren können, ist eine Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten unerlässlich. Während die allgemeine Emittentenhaftung insoweit die Beachtung eines hinreichenden Sorgfaltsniveaus sicherstellt, gibt es Konstellationen, in denen der Organwarter gerade deshalb gegen die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften verstößt, um den infolge eines korrekten Verhaltens drohenden Konsequenzen zu entgehen oder sich durch Ausnutzung seines Wissensvorsprungs gegenüber seinen Kapitalgebern einen finanziellen Vorteil zu verschaffen.³¹⁹

bb) Übertragbarkeit gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten

Im Gesellschaftsrecht ist für derartige Konstellationen seit langem das Institut der Treuepflichten anerkannt, die neben die – durch ein unternehmerisches Ermessen gelockerten³²⁰ – Sorgfaltspflichten treten.³²¹ Wichtige Fallgruppen der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht der Organe sind die tatsächliche Bereicherung oder Ziehung von wirtschaftlichen Vorteilen für den Organwarter nahe stehende Personen, die Verfolgung eigener Aktionärsinteressen zu Lasten der außenstehenden Aktionäre, aber auch Verhaltenspflichten im Falle einer feindlichen Übernahme.³²² Zu denken ist zudem an

³¹⁹ Siehe *Burns/Kedia*, 79 J. Fin. Econ. 35 (2006), die einen Zusammenhang zwischen aktienoptionsbasierter Vergütung und der Häufigkeit von Fehlinformationen des Marktes nachweisen konnten.

³²⁰ Bei Treuepflichtverletzungen besteht dagegen kein unternehmerisches Ermessen, siehe *Fleischer*, in: FS Wiedemann (2002), S. 827, 843 f.; *Lutter*, in: FS Canaris (2007), Bd. 2, S. 245, 247.

³²¹ Grundlegend *Mestmäcker*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre (1958), S. 209 ff.; *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht (1963), S. 335 ff. Siehe auch *Fleischer*, WM 2003, 1045; *Hopt*, in: FS Mestmäcker (1996), S. 909, 917, 921 ff. Monographisch *Janke*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht (2003), S. 229 ff. Für einen Versuch, gesellschaftsrechtliche Treuepflichten auf den Kapitalmarkt zu übertragen, siehe *Wastl*, NZG 2005, 17 (zu directors' dealings).

³²² Ausführlich *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 59 ff.

Pflichten bei Management Buy-out.³²³ Die beiden letztgenannten Fälle wiesen bereits eine erhebliche Nähe zu den kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten auf.

In der rechtswissenschaftlichen Literatur hat *Martin Weber* bereits der Versuch unternommen, eine Vorauswirkung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht zu begründen, mit deren Hilfe sich etwa Verhaltenspflichten bei Insiderhandel, Pakethandel oder bei Übernahmeangeboten begründen lassen sollen.³²⁴ Dieser Ansatz bezieht sich aber explizit auf (vor-)mitgliedschaftliche Treuepflichten, betrifft also nur Konstellationen, in denen sich der Verpflichtete selbst an der Gesellschaft beteiligen will.³²⁵ Daher lässt sich damit keine allgemeine kapitalmarktrechtliche Organaußenhaftung begründen, die auch unabhängig von einem Management Buy-out oder ähnlichen – aus kapitalmarktrechtlicher Sicht – Sondersituationen eingreift.

Im Hinblick auf die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht der Organe gilt, dass sich diese auch nicht ohne weiteres ins Kapitalmarktrecht transponieren lässt. Erstens ist sie Ausfluss gerade der gesellschaftsrechtlichen Rechtsbeziehung der Organe und gilt daher nicht auch im Verhältnis zu Gesellschaftsgläubigern und zum anderen ist nach der in Deutschland vorherrschenden Auffassung auch im Rahmen der organschaftlichen Treuepflicht die Aktiengesellschaft als rechtlich verselbständigstes Konstrukt Bezugspunkt und Berechtigte, nicht aber die einzelnen Aktionäre.³²⁶ Nichtsdestotrotz kann die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht als Beleg dafür angesehen werden, dass auch in entpersonalisierten Interessewahrungsverhältnissen, wie die moderne Aktiengesellschaft eines ist, demjenigen, dem fremdes Kapital zur Verwaltung überantwortet wird, treuhänderische Bindungen obliegen, seine Eigeninteressen hinter das Interesse derjenigen zu stellen, die ihm ihre Gelder anvertraut haben.³²⁷ Sofern die typi-

³²³ Vgl. *Rhein*, Interessenkonflikt der Manager beim Management Buy-out (1997), S. 173 ff.; *Weber*, Vormitgliedschaftliche Treubindungen (1999), S. 212 f., 269 ff. Gegen eine Anwendung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht in dieser Situation aber *Fleischer*, AG 2000, 309, 318 f.

³²⁴ *Weber*, Vormitgliedschaftliche Treubindungen (1999), S. 178 ff., 288 ff., 328 ff., 357 ff.

³²⁵ Vgl. *Weber*, Vormitgliedschaftliche Treubindungen (1999), S. 226 ff. und passim.

³²⁶ Siehe nur OLG Hamburg, ZIP 2007, 1370, 1372 m.w.N.; anders aber *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht⁶ (2006), S. 208: „treuhänderische Stellung von Vorstand und Aufsichtsrat, die die Mitglieder beider Gremien gegenüber der Gesellschaft und den an ihr Beteiligten zu einem Maß an Loyalität verpflichtet, das über die den rechtsgeschäftlichen Verkehr beherrschenden Standards von Treu und Glauben hinausgeht.“ (Hervorhebung hinzugefügt). Für eine Treuepflicht des Vorstands direkt gegenüber den Aktionären (im Falle einer feindlichen Übernahme) auch *van Aubel*, Vorstandspflichten bei Übernahmeangeboten (1996), S. 128 ff.; jedenfalls ein eigenes Klagerecht will *Janke*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht (2003), S. 253 ff. den Aktionären einräumen.

³²⁷ Siehe nur *Hopt*, ZGR 2004, 1, 39. Monographisch *Grundmann*, Treuhandvertrag (1997).

sche Geschäftsführungskonstellation betroffen ist, sprechen auch Zweckmäßigkeitserwägungen dafür, die Interessewahrungspflicht gegenüber der Gesellschaft zu bündeln, weil insoweit ein Interessegleichlauf aller Gesellschafter vorliegt.

Im Bereich des Kapitalmarkts besteht demgegenüber typischerweise eine Interessendivergenz zwischen den verschiedenen Anlegergruppen.³²⁸ Dies gilt einerseits hinsichtlich der Art ihrer Beteiligung, etwa als Aktionär oder Obligationär. Auf der anderen Seite ist der Kapitalmarkt vom Handel mit Beteiligungsrechten geprägt und auf dem Sekundärmarkt kommt es typischerweise zu sog. Open Market Transactions, bei denen ein Anleger seinen Anteil an den anderen veräußert, ohne dass Interessen des rechtlichen Konstrukts „Aktiengesellschaft“ tangiert wären. Bezugspunkt einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht kann bereits von daher nur der einzelne Anleger sein. Dies wird auch dadurch verdeutlicht, dass diejenigen Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, die Organwalter typischerweise aus Eigeninteresse verletzen, eine Art kapitalmarktrechtliche Rechenschaftspflicht aufstellen: die Publizitätspflichten. Publizitätspflichten sind darauf gerichtet, bestimmte Personenkreise oder die gesamte Öffentlichkeit über die Situation des Emittenten zu informieren. Schon vom Ansatzpunkt ist es daher nicht denkbar, dass eine solche Pflicht gegenüber der Aktiengesellschaft selbst besteht; vielmehr handelt es sich um Pflichten, die im Ausgangspunkt – wiederum aus Praktikabilitätsgründen – bei der Aktiengesellschaft als *verpflichteter* Person gebündelt werden.

Solche Pflichten werden hier als „unternehmensbezogene Pflichten“ bezeichnet.³²⁹ Diese Pflichten können eine persönliche Organaußenhaftung begründen, wenn die zunächst unternehmensinterne Organpflicht, für die Einhaltung der Pflicht im Außenverhältnis zu sorgen, eine Schutzwirkung zugunsten der durch die unternehmensbezogene Pflicht Begünstigten entfaltet. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn ein Organwalter seine Kompetenz zur kollektiven Sinnbestimmung aus eigennützigen Motiven dazu missbraucht, gegen kapitalmarktrechtliche Verpflichtungen des Emittenten zu verstoßen und damit bildlich gesprochen den Emittenten zum Werkzeug seiner privaten Interessen macht.

cc) Ansatzpunkt Überwachungsfunktion öffentlicher Kapitalmärkte

Wie die Regeln über den Insiderhandel oder die Prospekthaftung im Falle der Fehlinformation zum Zwecke der überteuerten Veräußerung eigener

³²⁸ Dazu bereits ausführlich oben S. 195 ff.

³²⁹ Siehe oben S. 397 f. Zum Folgenden auch bereits *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1516 ff.

Anteile zeigen, legt das Kapitalmarktrecht denjenigen, die sich zur Finanzierung einer Unternehmung öffentlicher Kapitalmärkte bedienen, eine Pflicht auf, redlich über die eigenen Geschäftsführung zu berichten und nicht durch Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Rechenschaftspflichten persönliche Vorteile zu ziehen.

Zu einer persönlichen Haftung führt ein solches Verhalten immer dann, wenn es gegen Regeln verstößt, die als Ausfluss der auf die Sicherung der externen Corporate Governance gerichteten Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses wegen ihrer essentiellen Bedeutung für die gute Unternehmensführung zu einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht der Unternehmensleiter gegenüber ihren (potentiellen) Kapitalgebern verdichtet sind.³³⁰ Dabei handelt es sich nicht mehr nur um die organchaftlichen Sorgfaltspflichten gegenüber der Gesellschaft, sondern um eine Treuepflicht gegenüber den von solchen Verhaltensweisen betroffenen Marktteilnehmern, die als Kompensation der erweiterten Geschäftsführungsfreiheit dient. Die kapitalmarktrechtliche Treuepflicht ist damit integraler Bestandteil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses und stellt einen wesentlichen Baustein des Corporate Governance-Mechanismus des Kapitalmarktdeliktsrechts dar.

dd) Fallgruppen der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Treuepflichten

Typische Konstellationen eines Verstoßes gegen die kapitalmarktrechtliche Treuepflicht sind die Fehlinformation des Primärmarkts um eigene Aktien verkaufen zu können, die Fehlinformation des Sekundärmarkts zur Ermöglichung von Insiderhandel³³¹ oder zur Steigerung des Wertes der eigenen, erfolgsabhängig gewährten Vergütung. Daneben sind Fälle erfasst, in denen der Organwarter einen eigenen Fehler bei der Leitung des Unternehmens, der für sich genommen entweder noch vom weiten unternehmerischen Ermessen gedeckt wäre oder höchstens zu einer Binnenhaftung gegenüber der Gesellschaft führen würde, zu dem Zweck verheimlicht, den gesellschaftsinternen Konsequenzen zu entgehen. Dies ist sowohl am Primärmarkt bei einer neuen Kapitalaufnahme denkbar, die dazu dienen soll, geheim gehaltenes unternehmerisches Fehlverhalten der Vergangenheit auszuwetzen, als auch bei der Stellungnahme der Organe einer Zielgesell-

³³⁰ Nach *Grundmann*, Treuhandvertrag (1997), S. 212 ff. ist eine Treuebindung immer dann anzunehmen, wenn eine Einflussmöglichkeit auf fremdes Vermögen nicht Kompensationsfunktion für die Tätigkeit des Betroffenen hat, sondern ausschließlich im Interesse des Treugebers erfolgt. Da aufgrund des Insiderhandelsverbots und der Ad-hoc-Publizitätspflicht die Nutzung von Insiderinformationen allen Marktteilnehmern zusteht, stellt die Aneignung einer Insiderinformation eine Treuepflichtverletzung dar.

³³¹ Dies gilt auch bei der Fehlinformation zur Ausnutzung virtueller Optionsprogramme und zwar unabhängig davon, ob diese unter das Insiderverbot des § 14 WpHG fallen; vgl. oben S. 322.

schaft gemäß § 27 WpÜG, im Rahmen einer unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung oder bei fehlerhafter Regelpublizität am Sekundärmarkt.

Besonders bedeutsam ist ein solcher Pflichtenverstoß, wenn es darum geht, Leitungsfehler zu vertuschen, die die Gesellschaft in Insolvenznähe gebracht haben. In dieser Situation, in der die Emittentenhaftung selbst ihre Steuerungswirkung einbüßt,³³² ist eine persönliche Haftung dann anzunehmen, wenn die Fehlinformation dazu dient, den eigenen Verursachungsanteil an der Unternehmenskrise zu verschleiern.

e) Grenzen der Organaußenhaftung

Die kapitalmarktrechtliche Treuepflicht der Unternehmensorgane ist Bestandteil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Sie dient daher vorrangig der Corporate Governance, indem Organwaltern, die versucht sein könnten, die Corporate Governance-Mechanismen des Kapitalmarkts durch Manipulation zu umgehen, eine Haftung angedroht wird. Daraus ergeben sich immanente Grenzen der persönlichen Verpflichtung und Haftung von Managern.

aa) Möglichkeit der tatsächlichen Verhaltenssteuerung

Zunächst ist überhaupt nur eine persönliche Außenhaftung denkbar, wenn dieser Schutzzweck betroffen ist.³³³ Aber auch wenn dies der Fall ist, muss eine überwiegende Wahrscheinlichkeit bestehen, dass die Statuierung einer persönlichen Haftung gegenüber dem Organwalter zu einer Erhöhung der Normbefolgungsintensität bezüglich der betreffenden Pflicht durch die Emittenten führt. Dies setzt zum einen klar formulierte und antizipierbare Verhaltenspflichten voraus. Für eine Haftung aus Präventionsgesichtspunkten ist zu verlangen, dass die nahe liegende Möglichkeit einer konkreten gefahrabwendenden Maßnahme erkannt und dieselbe ohne triftigen Grund nicht vorgenommen wurde. Zum anderen ist die Haftung grundsätzlich auf den eigenen Zuständigkeitsbereich des jeweiligen Leitungsorgans zu begrenzen.³³⁴

bb) Besonderheiten bei Geschäftsverteilung

Sofern zulässigerweise eine Geschäftsverteilung erfolgt ist, trifft grundsätzlich nur den zuständigen Organwalter die persönliche Verpflichtung, es sei denn, andere Organwalter haben positive Anhaltspunkte für eine pflichtwidrige Unterlassung. Darüber hinaus gibt es eine „Restverantwor-

³³² Siehe oben S. 388 f.

³³³ Dazu bereits S. 435.

³³⁴ Vgl. *Kötz/Wagner, Deliktsrecht*¹⁰ (2006), S. 125.

tung“, den Gang der Geschäfte über die Ressortgrenzen hinweg fortlaufend zu beobachten.³³⁵ Sofern sich der betreffende Organwalter in einem persönlichen Interessenkonflikt befindet, der dazu führt, dass er von der Verletzung einer Pflicht aus dem kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis persönlich in nicht nur geringfügiger Weise profitieren würde und dies offensichtlich ist, erstarkt die kapitalmarktrechtliche Treuepflicht zu einer persönlichen Informationspflicht.³³⁶ Unterlässt er es, sich pflichtgemäß zu informieren und ein ordnungsgemäßes Verhalten des Emittenten sicherzustellen, kann auch allein darin ein Verstoß gegen die kapitalmarktrechtliche Treuepflicht liegen, der zu einer persönlichen Haftung des Organwalters gegenüber den geschädigten Anlegern führt.

IV. Haftung Dritter

Neben den Emittenten und ihren Organen können im Einzelfall auch Dritte durch das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis verpflichtet werden und bei Verletzung dieser Pflichten einer Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB oder einem der Spezialtatbestände unterliegen.³³⁷

Die meisten dieser Fälle lassen sich auf zwei Grundsachverhalte zurückführen: Entweder kommt dem Dritten eine Gatekeeper-Funktion am Kapitalmarkt zu, d.h. er hat die Möglichkeit, durch Verweigerung seiner Hilfe Schädigungen der Anleger zu verhindern und nimmt gleichzeitig eine besondere Reputation für sich in Anspruch, die auf seiner dauerhaften und verlässlichen Marktteilnahme basiert.³³⁸ Oder es handelt sich um Anleger, die durch das Maß ihrer Beteiligung an einem Emittenten „die Seiten wechseln“ und selbst zum Teil der materiellen Corporate Governance dieses Emittenten werden, indem ihnen die Beteiligung einen faktischen und rechtlichen Einfluss einräumt, der als Gegengewicht eine gesteigerte Inpflichtnahme gegenüber dem Kapitalmarkt mit sich bringt.³³⁹

1. Haftung von Investoren, insbesondere des Bieters im Übernahmerecht

Die Haftung der Investoren für die Verletzung eigener Pflichten kommt vor allem im übernahmerechtlichen Zusammenhang vor. Paradigmatisch ist die Haftung des Bieters für eine fehlerhafte Angebotsunterlage gemäß § 12 WpÜG. Die Haftung beschränkt sich aber nicht auf die eigentliche

³³⁵ *Medicus*, GmbHR 1998, 9, 14 f., 16; siehe auch *Fleischer*, in: ders., Handbuch des Vorstandsrechts (2006), § 8 Rn. 10; *Lutter*, ZSR 2005 II, 415, 422 f.

³³⁶ Vgl. bereits *Hellgardt*, WM 2006, 1514, 1522 m.w.N.

³³⁷ Ausführlich zu den kapitalmarktdeliktsrechtlichen Pflichten von Dritten oben S. 269 ff.; 292 ff.; 295 ff.; siehe auch zum Pflichtangebot S. 332 ff.

³³⁸ Ausführlich dazu S. 296 f.

³³⁹ Dazu bereits oben S. 295.

Übernahmephase, sondern erfasst auch die Anbahnung einer unternehmerischen Beteiligung durch die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität.

In der Sache wirft die Haftung der Investoren keine besonderen Schwierigkeiten auf, jedenfalls dann, wenn sie sich mit dem hier vertretenen Grundkonzept auf den Ersatz des Vermögensdifferenzschadens beschränkt. Sie reiht sich ein in die allgemeine Lehre, dass es Mehrheitsgesellschaftern durch ihre Treuepflicht verwehrt ist, Sondervorteile zum Schaden der Minderheitsgesellschafter zu erlangen zu suchen.³⁴⁰ Diese, im Gesellschaftsrecht zumeist auf materielle Rechtsausübungen bezogene Treuepflicht, wird bei öffentlich gehandelten Gesellschaften bereits im Vorfeld durch Publizitätspflichten ergänzt, die den aktuellen und potentiellen Anlegern eine Einschätzung der Gefahr einer sich anbahnende Mehrheitsbeteiligung ermöglichen sollen. Primärer Bezugspunkt ist nach wie vor der Emittent, den die Pflicht trifft, erhaltene Beteiligungsmeldungen zu veröffentlichen. Ist die Schwelle zur materiellen Kontrolle (§ 29 Abs. 2 WpÜG) überschritten, geht gemäß § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG die Informationsverantwortlichkeit vollständig auf den Investor selbst über. Zugleich ergibt sich die materielle Folgepflicht, gemäß § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG ein Übernahmeangebot abzugeben. Das Kapitalmarktdeliktsrecht verlangt von den Investoren, den Mitanlegern durch informationsbedingte Fehlbewertungen entstehende Schäden zu ersetzen und setzt damit einen Anreiz, die Beteiligungstransparenz- und Übernahmevorschriften tatsächlich durchzusetzen.

Daneben kann im Einzelfall auch eine Haftung von Aktionären untereinander nach § 117 Abs. 1 S. 2 AktG in Betracht kommen, wenn etwa ein Großaktionär den Emittenten, sprich seine Verwaltungsmitglieder, zur Verzögerung der Ad-hoc-Veröffentlichung oder zu einer unrichtigen Ad-hoc-Mitteilung veranlasst, um zuvor Wertpapiere günstig zu erwerben oder teuer zu veräußern.³⁴¹ Eine solche Haftung ist im Übrigen auch auf Grund von § 826 BGB denkbar.³⁴²

2. Haftung der Marktintermediäre

Bei der Haftung der Marktintermediäre sind die Fälle zu unterscheiden, in denen der Intermediär gemeinsam mit einem Emittenten oder Investor tätig wird, und in denen er unabhängig von diesen eine eigene Dienstleistung anbietet. Beispiele für die erste Fallgruppe sind die Haftung der Emissionsbank, des Abschlussprüfers oder der bestätigenden Bank im Übernahmerecht (§ 13 Abs. 2 WpÜG). Diese Haftungstatbestände sind jedenfalls dann

³⁴⁰ Vgl. BGHZ 103, 184, 193; 142, 167, 170.

³⁴¹ Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 134.

³⁴² Dazu sogleich unten S. 444 f.

unproblematisch, wenn die Haftung auf den Differenzschaden beschränkt ist.³⁴³

Bei der Haftung solcher Dritter, die sowohl vom Emittenten als auch von einem handelnden Investor unabhängig sind, bedarf die Haftung einer ausführlicheren Begründung. Ansatzpunkt ist hier insbesondere der Missbrauch einer Gatekeeper-Funktion, indem gegenüber den Anlegern der Anschein einer unabhängigen, fachkundigen Empfehlung erweckt wird.³⁴⁴ Auch jenseits direkt an die Investoren gerichteter Informationen können Dritte einer Haftung unterliegen, sofern ihre Tätigkeit Auswirkungen auf die Preisbildung hat und eine mit einer unabhängigen Wahrnehmung dieser Aufgabe in Konflikt tretende Verflechtung vorliegt, wie insbesondere das Angebot von „Auxiliary Services“ durch Ratingagenturen.³⁴⁵

3. Haftung sonstiger Dritter

Fraglich ist, ob darüber hinaus eine Haftung von Dritten in Betracht kommt. Die Einordnung der Kapitalmarkthaftung als Deliktsrecht legt nahe, die allgemeinen Teilnahmeregeln des § 830 Abs. 2 BGB anzuwenden.³⁴⁶ In Betracht käme dies etwa in Fällen, in denen sich Außenstehende an Umsatzmanipulationen beteiligen mit dem Ziel, die Finanzdaten des Emittenten zu verfälschen. Im Strafrecht wird in diesen Fällen eine Beihilfe angenommen.³⁴⁷ Eine zivilrechtliche Haftung gegenüber den Anlegern kommt nach dem hier vertretenen Konzept des Kapitalmarktdeliktsrechts allerdings nur in Betracht, wenn der Dritte durch seine Handlungen selbst Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses würde. Rechtsvergleichend ist zu konstatieren, dass der U.S. Supreme Court in der Stoneridge-Entscheidung von Januar 2008 eine Haftung der an Scheingeschäften beteiligten Geschäftspartnern gegenüber den Anlegern abgelehnt hat.³⁴⁸

Diese Entscheidung überzeugt auch für das deutsche Recht: Dritte sind grundsätzlich nicht Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Zwar entspricht es der ganz h.M., dass der Beteiligtenbegriff des

³⁴³ Vgl. *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 81.

³⁴⁴ Siehe für die Finanzanalysten oben S. 307 f. Zu Stock-Spams siehe *Fleischer*, ZBB 2008, 137.

³⁴⁵ Siehe oben S. 312 f.

³⁴⁶ Siehe im Zusammenhang mit der Organaußenhaftung bereits oben S. 415 ff.

³⁴⁷ Im sog. „Falk-Prozess“ wurden einige Angeklagte, die an umsatzaufblähenden Scheingeschäften beteiligt waren, u.a. wegen Beihilfe zur unrichtigen Darstellung (§ 400 AktG) hinsichtlich einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung verurteilt; vgl. FAZ vom 10.5. 2008, S. 21 („Vier Jahre Haft für Hamburger Verlagserben Falk“).

³⁴⁸ *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta*, 128 S.Ct. 761 (U.S. 2008).

§ 830 BGB analog dem StGB zu bestimmen ist.³⁴⁹ Im Bereich der Schutzgesetz- und Verkehrspflichtverletzungen soll dies allerdings nicht gelten; der Teilnehmer soll vielmehr nur haften, wenn er selbst eine Verkehrspflicht verletzt, die Voraussetzungen des § 826 BGB erfüllt oder mit mindestens bedingtem Vorsatz hinsichtlich der deliktischen Interessenverletzung handelt.³⁵⁰ Im Kapitalmarktdeliktsrecht entstehen eigene Verkehrspflichten gegenüber den Anlegern nur in den Fällen, in denen Dritte durch ihre Gatekeeper-Funktion gerade die Überwachung der verhaltenssteuernden Pflichten der Unternehmensorgane übernehmen und ihnen damit selbst Bedeutung für die Corporate Governance zukommt. Geschäftspartner und sonstige Dritte haben grundsätzlich keine eigenen deliktischen Verkehrspflichten gegenüber den Anlegern aufgrund des Kapitalmarktdeliktsrechts. Insoweit besteht auch kein Bedürfnis für eine abschreckende Deliktshaftung, vielmehr reicht das allgemeine strafrechtliche Instrumentarium grundsätzlich aus. Etwas anderes gilt nur, wenn ein Dritter an einem Scheingeschäft mitwirkt in dem Wissen, dass gerade dieses Scheingeschäft (und nicht nur die dadurch gesteigerten Zahlen) den Anlegern präsentiert werden wird, etwa als Gewinnung eines neuen prestigeträchtigen Kunden. In derartigen Fällen greift unproblematisch eine Haftung nach § 826 BGB.³⁵¹

V. Verhältnis mehrerer Haftpflichtiger

Auch wenn die Haftung des Emittenten im Kapitalmarktdeliktsrecht den Regelfall darstellt, kann es doch in vielen Fällen dazu kommen, dass daneben noch weitere Personen, etwa einzelne Organwalter persönlich oder Marktintermediäre wie die Emissionsbank eine Haftung trifft. Dann stellt sich die Frage, wie sich die Verantwortlichkeit dieser verschiedenen Haftpflichtigen zueinander verhält.

1. Grundsatz der gesamtschuldnerischen Haftung

Die Vorschriften der § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG, § 12 Abs. 1 WpÜG und § 13a Abs. 1 S. 1 VerkProspG statuieren ausdrücklich den Grundsatz der gesamtschuldnerischen Haftung mehrerer Haftpflichtiger. Für das allge-

³⁴⁹ Siehe nur *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 830 Rn. 11 m.w.N.

³⁵⁰ *Stein*, in: MüKo-BGB³ (1997), § 830 Rn. 15. Ähnlich *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 82 I 2. d) (S. 569). Siehe rechtsvergleichend auch schon *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164, 183 (1994), wonach die allgemeinen Teilnahmeregelungen im US-Recht nicht auf die Haftung im Kapitalmarktrecht übertragen werden können. In der *Stoneridge*-Entscheidung wurde klargestellt, dass Geschäftspartner auch keine Primärverletzte seien; übertragen bedeutet dies, dass sie keiner eigenen Verkehrspflicht unterliegen.

³⁵¹ I.E. ebenso *Fleischer*, AG 2008, 265, 270.

meine Deliktsrecht folgt diese Regel aus § 840 Abs. 1 BGB, so dass im Kapitalmarktdeliktsrecht mehrere Schädiger grundsätzlich als Gesamtschuldner haften.

Teilweise wird allerdings vorgeschlagen, für die Kapitalmarkthaftung von einer gesamtschuldnerischen zu einer teilschuldnerischen Haftung überzugehen, weil die Steuerungswirkung der Haftung besser erreicht werden könne, wenn nicht jeder Haftpflichtige bereits bei einem peripheren Anteil der Verantwortlichkeit für alle (ggf. insolventen) Mitschädiger einstehen müsse.³⁵² Dieser Gefahr ist aber sachgerechter durch einen angemessenen Verschuldensmaßstab und die Ausarbeitung von Sorgfaltpflichten zu begegnen,³⁵³ die sicherstellen, dass es nicht zu einer Art „Garantief Haftung“ für fremdes Fehlverhalten kommt. Am Grundsatz der gesamtschuldnerischen Haftung ist daher auch rechtspolitisch festzuhalten.

Besonderheiten im Binnenregress ergeben sich vor allem daraus, dass ein neben dem Emittenten haftender Organwalter grundsätzlich auch nach §§ 93, 116 AktG im Innenverhältnis für den Schaden einzustehen hat. Jenseits der Organaußenhaftung enthalten die §§ 37b Abs. 6, 37c Abs. 6 WpHG den verallgemeinerungsfähigen Grundsatz, dass zum Erhalt der Steuerungswirkung eine vorherige Ermäßigung oder ein vorheriger Erlass der Binnenregressansprüche gegenüber den Organwaltern unwirksam ist.³⁵⁴

2. Rechtslage bei Insolvenz des Emittenten und der Organwalter

Besondere Beachtung bei der Haftung mehrerer Beteiligter erfordert die Insolvenz des Emittenten.³⁵⁵ In dieser Situation tritt die persönliche Organaußenhaftung in den Vordergrund, wenn ein Organwalter versucht, in Insolvenznähe eigene Leitungsfehler durch fehlerhaftes Publizitätsverhalten zu verdecken. Infolgedessen kann es zu einer Konkurrenz zwischen den Schadensersatzansprüchen der Anleger und den Regressansprüchen des Emittenten jeweils gegen den Organwalter kommen. Dies wirft eine Reihe von komplizierten Folgeproblemen auf.³⁵⁶

³⁵² Miller, Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle (2003), S. 191.

³⁵³ Dazu ausführlich unten S. 460 ff. und S. 476 ff.

³⁵⁴ Für Aufsichtsratsmitglieder siehe Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c Rn. 124.

³⁵⁵ Dazu bereits oben S. 407 f.

³⁵⁶ Zu Lösungsmöglichkeiten in einem Insolvenzplanverfahren siehe Bauer, Die Bewältigung von Massenschäden nach U.S.-amerikanischem und deutschem Insolvenzrecht (2007), S. 173 ff.

*a) Ausgangspunkt: Ein geschädigter Anleger**aa) Ein insolventer Schuldner*

Im Ausgangspunkt gilt, dass es trotz der gesamtschuldnerischen Haftung von Emittent und Organwalter hinsichtlich des Anspruchs des einzelnen Anlegers in der Insolvenz des Emittenten nicht zu einer Konkurrenz kommt. Denn der Regressanspruch wird erst mit der Zahlung des Schadensersatzes durch den Emittenten durchsetzbar und § 41 Abs. 1 InsO, der die sofortige Fälligkeit nicht fälliger Forderungen anordnet, gilt nach allgemeiner Ansicht nicht für Ansprüche des Schuldners gegen Dritte.³⁵⁷ Der geschädigte Anleger kann seine Forderung daher zur Tabelle anmelden und gleichzeitig gegen den Organwalter persönlich vorgehen. Erlangt er vom Organwalter volle Befriedigung, treten keine weiteren Probleme auf; insbesondere ist ein Regress des Organwalters gegen den insolventen Emittenten ausgeschlossen, da der Organwalter gemäß § 93 AktG auch im Innenverhältnis dazu verpflichtet ist, den Schaden des Anlegers voll zu tragen. Wird der Anleger durch den an sich solventen Organwalter nur teilweise befriedigt, erhält er aus der Masse die Quote auf seine Gesamtforderung bis zu seiner vollen Befriedigung, § 43 InsO. In diesem Fall entsteht für die Masse ein Regressanspruch aus §§ 93 AktG, 426 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 BGB gegen den Organwalter. Ähnlich unproblematisch ist die alleinige Insolvenz des Organwalters; hier trägt der Emittent aufgrund der Gesamtschuld den Verlust.

bb) Mehrere insolvente Schuldner

Erhält der Anleger im Insolvenzverfahren des Emittenten eine Quote auf seinen Anspruch, konkurriert sein Restanspruch gegen den Organwalter mit dem Teilregressanspruch der Masse. Dabei kann der Anspruch des Anlegers gegen den Organwalter nicht vom Insolvenzverwalter des Emittenten nach § 92 S. 1 InsO geltend gemacht werden.³⁵⁸ Dies ist unproblematisch, solange der Organwalter sämtliche Forderungen begleichen kann. Sollte dessen Vermögen allerdings ebenfalls nicht ausreichen, um die Ansprüche des Anlegers und der Masse zu befriedigen und deshalb auch über das Vermögen des Organwalters ein Insolvenzverfahren eröffnet wer-

³⁵⁷ Bitter, in: MüKo-InsO² (2007), § 41 Rn. 5 m.w.N. Anderes gilt möglicherweise mit Blick auf den Freistellungsanspruch der Gesellschaft gegen den Organwalter aus § 93 AktG, da Freistellungsansprüche in der Insolvenz des Freistellungsgläubigers sofort fällig werden, vgl. Bäuerle, in: Braun, InsO³ (2007), § 35 Rn. 40, § 38 Rn. 24 je m.w.N. Für die Konkurrenz des zu einem Zahlungsanspruch gewandelten Freistellungsanspruchs gelten dann die sogleich im Haupttext folgenden Ausführungen zur Rechtslage bei Teilleistung der Gesellschaft an den geschädigten Anleger entsprechend.

³⁵⁸ Hirte, in: FS H.-P. Kirchhof (2003), S. 223, 243; ders., ZInsO 2006, 1289, 1298.

den,³⁵⁹ stellt sich das allgemeine Problem, welche Bedeutung dem Grundsatz des § 426 Abs. 2 S. 2 BGB, wonach der Forderungsübergang beim Gesamtschuldnerausgleich nicht zum Nachteil des Gläubigers geltend gemacht werden kann, im Insolvenzverfahren zukommt. Nach wohl h.M. ist der Gesamtschuldner (hier: der Emittent) nicht gehindert, seinen Regressanspruch zur Tabelle anzumelden (vgl. § 44 InsO), muss dem Gläubiger allerdings die dadurch eintretende Quotenminderung ausgleichen.³⁶⁰ Dieser Anspruch auf Ausgleich der Quotenminderung dürfte im Insolvenzverfahren über das Vermögen des Emittenten wiederum gemäß § 55 Abs. 1 Nr. 1 InsO als Masseverbindlichkeit gelten. Im Ergebnis erhält der geschädigte Anleger dann in beiden Verfahren eine Quote auf seine Gesamtforderung und zusätzlich eine insolvenzrechtlich privilegierte Ausgleichszahlung des Emittenten für die Minderung seiner Quote im Insolvenzverfahren des Organwalters.

b) Rechtslage bei einer Vielzahl anspruchsberechtigter Anleger

Nicht selten wird bei der Insolvenz des Emittenten allerdings die Situation auftreten, dass der Emittent noch vor Verfahrenseröffnung eine Reihe von Anlegeransprüchen befriedigt hat und der Masse aus diesem Grund Regressansprüche gemäß §§ 93, 116 AktG gegen die Organwalter zustehen. In diesem Fall konkurrieren Ansprüche der Masse und einzelner Anleger gegen einen Organwalter wegen desselben Kapitalmarktdelikts.

aa) Problemfall Doppelinsolvenz

In der Situation der Doppelinsolvenz kann es dann dazu kommen, dass der Insolvenzverwalter des Emittenten aufgrund seiner Regressforderungen für den bereits an andere Anleger geleisteten Schadensersatz einen Großteil des Organwaltervermögens für sich vereinnahmt, so dass für die noch unbefriedigten Anleger im Insolvenzverfahren des Organwalters nur eine geringe Quote bleibt. Dies ist deshalb problematisch, weil auch der Emittent diesen Anlegern zum Schadensersatz verpflichtet ist und durch sein Handeln die Durchsetzung der Gesamtschuld bei einem anderen Gesamtschuldner mindert. Die Ansprüche der Kapitalanleger werden in dieser Situation durch zwei hintereinander geschaltete Insolvenzverfahren mediatisiert: Der Organwalter ist zu einer Vollbefriedigung nicht in der Lage, sondern kann auf sämtliche Ansprüche nur eine Quote leisten. Diese Quote verteilt sich auf die noch nicht befriedigten Anleger selbst sowie auf den Emittenten, der seine Re-

³⁵⁹ In diesem Verfahren sind die Anlegeransprüche normale Insolvenzforderungen, *Hirte*, ZInsO 2006, 1289, 1298.

³⁶⁰ Ausführlich dazu *Noack/Bunke*, in: FS Uhlenbruck (2000), S. 335, 356 ff. m.w.N.; siehe auch *Uhlenbruck*, Insolvenzzordnung¹² (2003), § 43 Rn. 19.

gressforderung für die bereits vor der Insolvenz befriedigten anderen Anleger geltend macht.³⁶¹ Der Insolvenzverwalter des Emittenten zieht die Regressforderung allerdings nur ein, um damit die Masse aufzufüllen und wiederum eine Quote an die Gläubiger und damit auch dieselben Anleger auszuschütten. Diese erleiden im Insolvenzverfahren des Organwalters einen Nachteil, da sie nur eine geringere Quote erhalten haben. Dieser Nachteil wird nicht durch eine Ausschüttung im Insolvenzverfahren des Emittenten ausgeglichen, da sie hier wiederum nur eine Quote von dem der Emittentenmasse aus dem Vermögen des Organwalters zugeflossenen Geldes erhalten. Anders als beim Ausgleich der Quotenminderung beim Regressanspruch wegen ein- und derselben Forderung³⁶² handelt es sich hier nämlich um eine Insolvenzforderung, da der Anspruch des Emittenten nicht auf dem Übergang der Hauptforderung, sondern auf dem Übergang von Parallelforderungen der anderen, bereits vor der Insolvenz entschädigten Anleger, beruht.

bb) Anspruch auf Ausgleich der Quotenminderung?

Fraglich ist, ob in Analogie zu dem oben dargestellten, auf §§ 44 InsO, 426 Abs. 2 S. 2 BGB gestützten Anspruch auf Ausgleich der Quotenminderung für die Ansprüche des einzelnen Anlegers auch in der Konstellation mehrerer geschädigter Kapitalanleger ein Ausgleichsanspruch angenommen werden muss, der im Insolvenzverfahren des Emittenten dann eine Masseforderung darstellen würde. Aus Sicht des Kapitalanlegers selbst ist es unerheblich, ob seine Quote im Insolvenzverfahren des Organwalters dadurch geschmälert wird, dass der Emittent wegen einer Teilbefriedigung seines eigenen Anspruchs oder wegen einer Befriedigung der Ansprüche anderer Kapitalanleger ebenfalls mit einem Regressanspruch an der Verteilung teilnimmt. Aus Sicht der sonstigen Insolvenzgläubiger des Emittenten macht es aber einen wesentlichen Unterschied, ob der Emittent einen erheblichen Teil der beim Organwalter gesicherten Masse vorab an die anderen Kapitalanleger als Ausgleich für eine Quotenminderung auskehren muss. Ein solcher Ausgleich kommt einer teilweisen Vorabbefriedigung der Kapitalanleger gleich; er ist daher nur in den Fällen gerechtfertigt, in denen der Emittent den Regressanspruch gerade wegen der Teilbefriedigung des betreffenden Anlegers geltend machen kann.

³⁶¹ Drittgläubiger des *Organwalters* können hier außen vor bleiben, da ihre Existenz für den zu entwickelnden Gedankengang ohne Relevanz ist. Anders ist dies für Drittgläubiger des Emittenten, zu diesen sogleich unter bb) (auf dieser Seite).

³⁶² Dazu oben S. 448.

c) Rechtslage bei Einführung eines Nachrangs der Aktionärsansprüche

Wie bereits oben dargestellt, sprechen gewichtige Gründe dafür, die Schadensersatzansprüche der *Aktionäre* (und anderer nachrangiger Kapitalgeber) in der Insolvenz des Emittenten de lege ferenda mit einem Nachrang auszustatten.³⁶³ Vor diesem Hintergrund wäre hier zu erwägen, im direkten Gegensatz zu den soeben angestellten Überlegungen auch die Ansprüche der Aktionäre aus Organaußenhaftung gegenüber Regressansprüchen des Emittenten gegen den Organwalter (insbesondere auch aus anderen, mit der Kapitalmarkthaftung nicht in Zusammenhang stehenden Gründen) nachrangig auszugestalten. Denn bei Insolvenz des Emittenten kommt die Gewährungen direkter Ansprüche der Aktionäre gegen einen Organwalter, dessen Vermögen aufgrund von Regressansprüchen des Emittenten auch der Auffüllung der Masse dienen soll, einer vorrangigen Befriedigung der Aktionäre im Insolvenzverfahren des Emittenten gleich. Der eigentlich intendierte Nachrang der Aktionärsansprüche würde damit ausgehebelt.

³⁶³ Siehe oben S. 408 f.

§ 11 Verschulden

Eine entscheidende Weichenstellung für die praktische Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Haftungsansprüche ist der anzulegende Verschuldensmaßstab. Bei seiner Bestimmung sind im Kapitalmarktdeliktsrecht drei große Determinanten in Rechnung zu stellen, welche die Eckpfeiler des mittels Fallgruppenbildung zur konkreten Ausgestaltung anstehenden Spielraums markieren: Einerseits die Dogmatik des hergebrachten Delikts- und allgemeinen Zivilrechts, andererseits die besonderen Strukturen kapitalmarktmöglicher Rechtsbeziehungen, komplettiert durch die ökonomische Zielsetzung der Kapitalmarkthaftung.

I. Allgemeines Deliktsrecht und gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse

1. Grundsatz der Vorsatzhaftung für reine Vermögensschäden?

Es entspricht nahezu allgemeiner Auffassung, dass das deutsche Deliktsrecht einen umfassenden Vermögensschutz nicht kennt.¹

a) Vorsatzdogma

Canaris zufolge soll die Begrenzung wesentlich dadurch vollzogen werden, dass der Ersatz reiner Vermögensschäden grundsätzlich nur dann gewährt wird, wenn auf der subjektiven Seite Vorsatz vorliegt.² In die gleiche Richtung geht das „informationelle Vorsatzdogma“, das *Grigoleit* im BGB ausgemacht haben will. Danach erfordert eine vorvertragliche Informationshaftung grundsätzlich Vorsatz, so dass die Fahrlässigkeitshaftung zur begründungsbedürftigen Gesetzeskorrektur wird.³ Begründet werden diese restriktiven Auffassungen mit dem in hohem Maße freiheitswahrenden Charakter des BGB, welcher Wettbewerb und freie Entfaltung der Persönlichkeit fördere.⁴

¹ Dazu ausführlich oben S. 204 ff.

² *Canaris*, VersR 2005, 577, 581. Zustimmung *Windthorst*, VersR 2005, 1634, 1639.

³ *Grigoleit*, Vorvertragliche Informationshaftung (1997), S. 16 ff., 37 ff., 80 ff.

⁴ *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 75 I 3. b) (S. 356 f.). Speziell zu § 823 Abs. 2 BGB *Canaris*, in: 2. FS Larenz (1983), S. 27, 50.

b) Kritik

aa) Berechtigung für generalklauselartige Tatbestände

Diese Argumente können jedoch höchstens bezüglich der Nichtanerkennung des Vermögens als Schutzgut im Sinne von § 823 Abs. 1 BGB überzeugen und der damit einhergehenden Konsequenz, dass eine generalklauselartige Haftung für reine Vermögensschäden nur auf Grundlage von § 826 BGB in Betracht kommt. Dieser Tatbestand bedarf einer Einschränkung mittels des Vorsatzerfordernisses,⁵ weil er grundsätzlich jedes anerkannte rechtliche Interesse ohne die Begrenzung durch den Schutzzweck einer anspruchsbegründenden *Rechtsnorm* erfasst.⁶ Dagegen kann ein „informationelles Vorsatzdogma“ spätestens seit der Kodifizierung der culpa in contrahendo in §§ 311 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB als einfache Fahrlässigkeitshaftung nicht mehr vertreten werden.

bb) Grundsatz der allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung im Deliktsrecht

Aber auch für § 823 Abs. 2 BGB kann die Argumentation nicht überzeugen. Hier legt § 823 Abs. 2 S. 2 BGB, wonach bei solchen Schutzgesetzen, die selbst keine Verschuldensanforderung kennen, eine Haftung gleichwohl nur bei Verschulden eintreten soll, nahe, dass grundsätzlich jedes Verschulden ausreicht.⁷ Selbst wenn man das Strafgesetz als Paradigma eines Schutzgesetzes im Bereich der Haftung für reine Vermögensschäden ansieht,⁸ wäre es eine unzulässige Verkürzung, deshalb geradezu „automatisch“ auch das in den Vermögensstraftaten vorhandene Vorsatzerfordernis auf § 823 Abs. 2 BGB zu übertragen. Es ist vielmehr umgekehrt so, dass nur bei solchen Schutzgesetzen, die selbst eine vorsätzliche Begehung erfordern, dieser Verschuldensmaßstab in Ausnahme zur allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung auch für die zivilrechtliche Verantwortlichkeit relevant wird.⁹ Es verstieße gegen das Postulat der Einheit der Rechtsordnung, an ein Verhalten, das der Gesetzgeber nur im Falle vorsätzlichen Begehens verbieten wollte, gleichwohl bei rein fahrlässigen Zuwiderhandlungen zivilrechtliche Schadensersatzansprüche zu knüpfen.¹⁰ Auch die Einführung

⁵ Grundlegend *Coing*, NJW 1951, 598; siehe auch *Deutsch*, JZ 1963, 385, 390; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 826 Rn. 1 mit Hinweisen auf die Entstehungsgeschichte.

⁶ Vgl. oben S. 64.

⁷ Vgl. *Spickhoff*, in: Soergel, BGB¹³ (2005), Vor § 823 Rn. 14.

⁸ Dazu oben S. 49.

⁹ BGHZ 46, 17, 21; BGH NJW 1985, 134, 135; *Fuchs*, Deliktsrecht (1995), S. 101; siehe auch *Larenz/Canaris*, Schuldrecht II/2¹³ (1994), § 77 IV. 2. a) (S. 446).

¹⁰ Vgl. *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 352 f.; a.A. *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung (1998), S. 214 f., für den Fall dass Verhaltens- und Strafnorm getrennt sind.

des § 839a BGB, der eine Haftung des gerichtlichen Sachverständigen bei grober Fahrlässigkeit anordnet, zeigt, dass sich das Verschulden bei § 823 Abs. 2 BGB grundsätzlich nach dem Schutzgesetz richtet; war doch Auslöser der Reform¹¹ die (wegen des unpassenden Unterscheidungskriteriums) als unbefriedigend empfundene alte Rechtslage, nach welcher der beeidigte Sachverständige schon für jede Fahrlässigkeit haftete (§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 163 StGB),¹² der unbeeidigte dagegen nur bei Vorsatz (§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 153 StGB bzw. § 826 BGB).¹³

Eine allgemeine Fahrlässigkeitshaftung für primäre Vermögensschäden birgt entgegen den Befürchtungen von *Canaris* keine Gefahr für die freiheitliche Ausrichtung des deutschen Zivilrechts. Denn es handelt sich nicht um eine generalklauselartige Verantwortlichkeit, die lediglich an den Verletzungserfolg anknüpfte; Voraussetzung der Haftung ist vielmehr stets die Verletzung einer gesetzlichen Pflicht zum Schutze eines anderen. Dem Schädiger werden durch das Deliktsrecht keine zusätzlichen Pflichten auferlegt, vielmehr werden nur die Rechtsfolgen eines ohnehin bestehenden Verbots auf das Zivilrecht erstreckt. Wo sich die Rechtsordnung aber entschlossen hat, ein bestimmtes Verhalten gerade auch im Interesse betroffener Individuen nicht zu gestatten, stellt es keine Gefährdung des Wettbewerbs oder der allgemeinen Persönlichkeitsfreiheit dar, an Zuwiderhandlungen zivilrechtliche Folgen zu knüpfen. Im Gegenteil würde die Wettbewerbsposition oder die Freiheit des Geschädigten ungerechtfertigt verkürzt, wenn der Schädiger dem gesetzestreuem Rechtsgenossen einen Schaden zufügen könnte, ohne zum Ersatz verpflichtet zu sein, obwohl in seinem Verhalten ein *rechtlich* missbilligter Verstoß gegen Wettbewerbsregeln oder Vorschriften zum Schutze einer bestimmten Betätigung oder Persönlichkeitsentfaltung liegt. In diese Richtung weist auch § 824 BGB, der eine bloße Fahrlässigkeitshaftung für reine Vermögensschäden vorsieht, dabei aber an ein explizit missbilligtes Verhalten, das wahrheitswidrige Verbreiten einer Tatsache ohne dazu berechtigendes Interesse, anknüpft.

c) Wege der Haftungsbegrenzung jenseits des Vorsatzdogmas

Die zweifellos erforderliche Einschränkung und Vorhersehbarkeit der Haftung wird im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB nicht durch ein übersteigertes Verschuldenserfordernis bewirkt, sondern durch den begrenzten Umfang der zum Schutze Dritter erlassenen Rechtspflicht sowie den damit

¹¹ Vgl. Begr. RegE 2. SchadÄndG, BT-Drucks. 14/7752, S. 28 unter Verweis auf BVerfGE 49, 304.

¹² Vgl. RGZ 59, 236 (Zeuge); kritisch *Windthorst*, VersR 2005, 1634, 1638 f.

¹³ OLG Hamm NJW-RR 1998, 1686.

verfolgten *Schutzzweck*.¹⁴ Nur wenn der Schädiger ein gesetzwidriges Verhalten an den Tag legt, dessen Verbot zugleich nicht nur abstrakt dem Schutz Dritter zu dienen bestimmt ist, sondern genau diejenige Art von (Vermögens-)Schaden verhindern soll, die im konkreten Fall eingetreten ist, kommt eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB in Betracht. Es bestehen daher hinreichende Einschränkungen, um die Haftung für Schutzgesetzverletzungen nicht ausufern zu lassen und ex ante vorhersehbar zu halten.

Dies ist bei § 826 BGB insofern anders, als bereits die Verletzung *vorgesetzlicher* – und damit notwendigerweise weniger klar umrissener – Verhaltensstandards zum Schadensersatz führt, so dass sowohl eine geringere Vorhersehbarkeit der Haftung besteht als auch eine genaue Umgrenzung des Schutzzweckes fehlt.¹⁵ Deshalb erscheint es folgerichtig, hier erhöhte Verschuldensanforderungen zu stellen. Dagegen bedarf es der Stipulation eines Vorsatzerfordernisses contra legem bei § 823 Abs. 2 BGB nicht. Das Verschulden richtet sich vielmehr nach dem zugrunde liegenden Schutzgesetz, subsidiär nach § 823 Abs. 2 S. 2 BGB i.V.m. § 276 Abs. 1. S. 1 BGB.

2. Verschuldensmaßstab bei gesetzlich begründeten Sonderbeziehungen

Bei der Auslotung des richtigen Verschuldensmaßstabs im kapitalmarktrechtlichen deliktischen Sonderrechtsverhältnis bietet sich zunächst ein Vergleich zu anderen Fallgruppen gesetzlich begründeter Sonderbeziehungen an.

a) *Culpa in Contrahendo*

Seit der Schuldrechtsreform ist die culpa in contrahendo in den §§ 311 Abs. 2 und 3, 241 Abs. 2 BGB kodifiziert. Die eigentliche Haftung richtet sich dann nach § 280 Abs. 1 BGB.¹⁶ Im Rahmen dieser Vorschrift wird gemäß § 280 Abs. 1 S. 2 BGB widerleglich vermutet, dass der Schuldner seine Pflichtverletzung zu vertreten hat. Damit gilt § 276 BGB, wonach der Schuldner regelmäßig Vorsatz und Fahrlässigkeit zu vertreten hat.¹⁷ Die culpa in contrahendo ermöglicht daher den Ersatz reiner Vermögensschäden bereits bei einfacher Fahrlässigkeit.

¹⁴ Für Wege zur Haftungsbegrenzung jenseits des Vorsatzdogmas rechtsvergleichend *Rogers/Spier/Viney*, in: Spier, *The Limits of Liability* (1996), p. 1, 8. Siehe schon oben S. 207 f.

¹⁵ Vgl. auch oben S. 67 ff.

¹⁶ *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 260; *Löwisch*, in: Staudinger (2005), § 311 Rn. 130.

¹⁷ *Emmerich*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 261; *Jauernig*, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 311 Rn. 51; *Löwisch*, in: Staudinger (2005), § 311 Rn. 131.

Bei der Frage, welche systematischen Argumente aus diesem Befund für den Bereich des deliktsrechtlich begründeten kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses zu gewinnen sind, kommt es entscheidend darauf an, wie man die culpa in contrahendo selbst rechtsdogmatisch verortet. Eine Einordnung als quasivertragliche oder vertragsähnliche Haftung¹⁸ oder als Vertrauenshaftung¹⁹ lässt Parallelen weitaus weniger nahe liegend und damit als Grundlage für eine gleichförmige Argumentation geeignet erscheinen, als wenn man die culpa in contrahendo dem Deliktsrecht verwandt ansieht.²⁰ Dies ist nicht der Ort für eine rechtsdogmatische Erörterung der culpa in contrahendo.²¹ Im Ergebnis spricht aber Einiges dafür, den Charakter der culpa in contrahendo als *gesetzliches* Schuldverhältnis ernst zu nehmen und die Haftung eher als deliktische, denn vertragliche zu betrachten. Es kann somit festgehalten werden, dass das Gesetz für den Fall geschäftlicher Kontakte ein gesetzliches Schuldverhältnis kennt, das eine deliktsähnliche Haftung für einfache Fahrlässigkeit auch jenseits der Verletzung absoluter Rechte vorsieht.

b) Geschäftsführung ohne Auftrag

Im Rahmen der Geschäftsführung ohne Auftrag spielt die Verschuldenshaftung an verschiedenen Stellen eine Rolle: Zunächst ist ein Ausführungsver schulden in Form einer schuldhaften Verletzung der Pflicht aus § 677 BGB denkbar. Als Anspruchsgrundlagen sind dann die §§ 280 ff. BGB heranzuziehen, so dass der Geschäftsführer gemäß § 280 Abs. 1 S. 2 BGB für vermutetes einfaches Verschulden haftet.²² Des Weiteren statuiert § 678 BGB eine Haftung für den Fall, dass die Übernahme der Geschäftsführung gegen den Willen des Geschäftsherrn verstößt, und der Geschäftsführer dies erkennen musste. Auch hierbei handelt sich um eine Haftung für einfache Fahrlässigkeit;²³ dem Geschäftsführer kommt jedoch bei einer Geschäftsführung zur Gefahrenabwehr das Privileg des § 680 BGB (grobe Fahrlässigkeit) zugute. In beiden Fällen ist gemäß § 249 Abs. 1 BGB der

¹⁸ Vgl. etwa BGH NJW 1962, 31, 32; Begr. RegE SMG, BT-Drucks. 14/6040, S. 161; Heinrichs, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 311 Rn. 11; vgl. auch die amtliche Überschrift von § 311 BGB „rechtsgeschäftsähnlich“.

¹⁹ Canaris, Vertrauenshaftung (1971), S. 532 ff.

²⁰ Dazu Flume, Das Rechtsgeschäft⁴ (1992), S. 128 f., 616 f. Vgl. auch Löwisch, in: Staudinger (2005), § 311 Rn. 94.

²¹ Zu der ähnlichen Frage der rechtsdogmatischen Verortung der Prospekthaftung oben S. 20 ff.

²² Mansel, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 677 Rn. 9 i.V.m. § 678 Rn. 3; Seiler, in: MüKo-BGB⁴ (2005), § 677 Rn. 56; Bergmann, in: Staudinger (2006), § 677 Rn. 2, 32.

²³ Gehrlein, in: Bamberger/Roth, BGB (Stand: 1.6.2007), § 678 Rn. 3; Mansel, in: Jauernig, BGB¹² (2007), § 678 Rn. 2; Seiler, in: MüKo-BGB⁴ (2005), § 678 Rn. 2; Bergmann, in: Staudinger (2006), § 678 Rn. 13.

entstandene Schaden, also gerade auch ein eventueller Vermögensschaden, zu ersetzen. Schließlich ist an die Haftung wegen angemessener Eigengeschäftsführung gemäß § 687 Abs. 2 BGB zu denken. Danach wird für die vorsätzliche Verletzung fremder Rechte gehaftet,²⁴ wobei die Haftung erheblich weiter reicht als eine gewöhnliche Schadensersatzhaftung.²⁵ Daher ist bereits zweifelhaft, ob die angemessene Eigengeschäftsführung überhaupt noch dem Schadensersatzrecht zuzuordnen ist oder bereits eine eigene Kategorie der Haftung bildet.²⁶ Sie soll daher für diese Untersuchung außen vor bleiben.

c) Eigentümer-Besitzer-Verhältnis

Die Haftungsvorschriften der §§ 989, 990 BGB stellen eine Modifikation der allgemeinen Haftung für die Verletzung fremden Sacheigentums gemäß § 823 Abs. 1 BGB dar, getragen von dem Leitgedanken der Privilegierung des redlichen und unverklagten unrechtmäßigen Besitzers.²⁷ Zwar haftet der Besitzer letztlich auch für jede Fahrlässigkeit,²⁸ aber eben nur unter der Voraussetzung, dass er zuvor auf Herausgabe verklagt ist (§ 989 BGB) oder bei Besitzerlangung nicht in gutem Glauben war bzw. später von seiner Nichtberechtigung erfahren hat (§ 990 Abs. 1 BGB). Diese zusätzlichen Voraussetzungen führen dazu, dass entgegen der allgemeinen Regel in § 823 Abs. 1 BGB im Ergebnis mindestens grobe Fahrlässigkeit (oder die insoweit ähnlich zu wertende Warnung der Rechtshängigkeit) – bezogen auf die Nichtberechtigung – vorliegen muss.

d) Schlussfolgerungen

Diese rechtssystematische Umschau hat gezeigt, dass von Gesetzes wegen begründete Sonderrechtsverhältnisse regelmäßig zu erheblichen Modifikationen der Verschuldensanforderungen im Vergleich zu einer Haftung nach den allgemeinen deliktsrechtlichen Vorschriften führen. Dies reicht von einer signifikanten Absenkung der Anforderungen (generalklauselartige Haftung für reine Vermögensschäden bei einfacher Fahrlässigkeit im Rahmen von culpa in contrahendo und Geschäftsführung ohne Auftrag), bis zu einer Haftungsprivilegierung des Schädigers bei der Verletzung absoluter Rechte (im Rahmen des Eigentümer-Besitzer-Verhältnisses). Es

²⁴ Statt aller *Seiler*, in: MüKo-BGB⁴ (2005), § 687 Rn. 8.

²⁵ Vgl. *Seiler*, in: MüKo-BGB⁴ (2005), § 687 Rn. 25; *Bergmann*, in: Staudinger (2006), § 687 Rn. 44 ff.

²⁶ Dazu *Krumm*, Die bewußt widerrechtliche Inanspruchnahme fremder Rechtspositionen, Diss. (1993), S. 137 ff.

²⁷ *Gursky*, in: Staudinger (2005), Vorb. §§ 987-993 Rn. 4; *Medicus*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 993 Rn. 16.

²⁸ *Gursky*, in: Staudinger (2005), § 989 Rn. 16.

kann daher kein allgemeiner Grundsatz angenommen werden, dass ein gesetzliches Sonderrechtsverhältnis stets eine Privilegierung/Benachteiligung des Schädigers zur Folge hat. In welcher Weise die allgemeinen Pflichten abgewandelt werden, richtet sich vielmehr nach der jeweiligen Schutzrichtung des Sonderrechtsverhältnisses. Dabei ist jedoch zu konstatieren, dass mit Ausnahme des Eigentümer-Besitzer-Verhältnisses, das dem Bereich des § 823 Abs. 1 BGB zuzurechnen ist und das der Privilegierung eines gutgläubigen Schädigers dient, die gesetzlichen Sonderrechtsverhältnisse zum Schutze der Berechtigten eine Verschiebung der Verschuldensanforderungen im Bereich der Haftung für reine Vermögensschäden vornehmen.

Welcher Verschuldensmaßstab im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, das sich in das Koordinatensystem aus der allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung des § 823 Abs. 2 BGB, der Vorsatzhaftung des § 826 BGB und der Haftung für grobe Fahrlässigkeit nach § 45 Abs. 1 BörsG, §§ 37b Abs. 2, 37c Abs. 2 WpHG und § 12 Abs. 2 WpÜG einzufügen hat, besteht, hängt somit letztlich von Schutzrichtung und -umfang dieses gesetzlichen Rechtsverhältnisses ab.

II. Ökonomische Bestimmung des optimalen Verschuldensmaßstabs

In ökonomischer Sichtweise liegt der Hauptzweck des Haftungsrechts darin, die richtigen Anreize zur Wahl des für alle Beteiligten optimalen Verhütungsaufwands zu setzen.²⁹ Um zu ermitteln, welcher Verhütungsaufwand optimal ist, wird der ex ante zu erwartende Schaden ins Verhältnis gesetzt zu den Aufwendungen, deren es bedarf, um seinen Eintritt zu verhindern. Gemäß einer berühmten Formel, die auf den US-Richter *Learned Hand* zurückgeht, ist nur ein solcher Sorgfaltsaufwand zu verlangen, dessen Kosten kleiner sind als die mit der Eintrittswahrscheinlichkeit multiplizierten Schadenskosten.³⁰

Zur Bestimmung der Sorgfaltsanforderungen im Einzelfall ist daher eine Kosten-/Nutzenanalyse erforderlich.³¹ Nur wenn sich ergibt, dass der Schädiger einen Vorsorgeaufwand unterlassen hat, der die soziale Wohlfahrt insgesamt gesteigert hätte, soll er einer Haftung für die eingetretenen Schäden unterworfen werden. Der potentielle Schädiger sollte solange wei-

²⁹ Dazu bereits oben S. 370 f.

³⁰ Grundlegend U.S. v. Carroll Towing Co., 159 F.2d 169, 173 (2nd Cir. 1947): "if the probability be called P; the injury, L; and the burden, B; liability depends upon whether B is less than L multiplied by P: i.e., whether B less than PL." Dazu *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse*⁴ (2005), S. 158 f.; *Shavell*, *Foundations of Economic Analysis of Law* (2004), p. 190 et seq.; *Wagner*, in: *MüKo-BGB*⁴ (2004), Vor § 823 Rn. 42. Siehe auch oben S. 209.

³¹ Grundlegend *Posner*, 1 J. Legal Stud. 29, 32 et seq. (1972). Siehe auch *Schäfer/Ott*, *Ökonomische Analyse*⁴ (2004), S. 169 ff.

tere Kosten aufwenden, wie die Grenzkosten für einen weiteren Schritt zur Schadensvermeidung unterhalb des dadurch zu vermeidenden zusätzlichen Schadensrisikos liegen.³² Jenseits dieser Grenze ist es Sache der potentiellen Opfer, Vorkehrungen zu treffen oder sich gegen Schäden zu versichern.

Der Vorteil dieses ökonomischen Standards liegt darin, dass er jedenfalls für den hier betrachteten Bereich der Haftung für Vermögensschäden am Kapitalmarkt im vermuteten Interesse der Kapitalanleger liegt. Denn jede Steigerung der Sorgfaltskosten, auch indirekter Art etwa durch höhere Gehaltsforderungen von Unternehmensverantwortlichen im Falle erhöhter persönlicher Haftung, geht letztlich zu Lasten der Renditeaussichten der Anleger im Falle pflichtgemäßen Verhaltens des Emittenten und der Organwalter. Es darf unterstellt werden, dass die Anleger nur solche zusätzlichen Ausgaben zu ihrem eigenen Schutz gutheißen, die ihnen aus ex ante Sicht einen Nettowertzuwachs erbringen.

III. Kapitalmarktrechtliche Besonderheiten

Im Folgenden ist der Schutzzumfang bei der Haftung für Verletzungen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses zu bestimmen. Nach einer Einführung in den Streitstand sollen dazu die Strukturen des Kapitalmarktrechts auf Ansatzpunkte für die Bestimmung des anzusetzenden Verschuldensmaßstabs untersucht werden.

1. Meinungsstand

Eine Vielzahl von Autoren hat für die kapitalmarktrechtliche Verantwortlichkeit eine Haftung bereits ab einfacher Fahrlässigkeit gefordert.³³ Für den Bereich der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung war eine solche

³² *Brown*, 2 J. Legal Stud. 323, 332 et seq. (1973).

³³ *Assmann*, in: FG Kübler (1997), S. 317, 342; *Ellenberger*, Prospekthaftung (2001), S. 58 f.; *Förster*, Prospekthaftung (2002), S. 151 ff.; *Grundmann/Selbherr*, WM 1996, 985, 986 f.; *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 170; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 86; *Köndgen*, AG 1983, 120, 128; sympathisierend *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 45 mit Fn. 171; (alle zur Prospekthaftung); *Hopt*, ZGR 2002, 333, 353 f. (zur übernahmerechtlichen Haftung); *Hopt/Voigt*, a.a.O. S. 127 f.; *Köndgen*, in: FS Druey (2002), S. 791, 807 ff. (zur Ad-hoc-Publizitätshaftung) sowie diejenigen Autoren, die eine Anwendung der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung auf Ad-hoc-Meldungen befürworten, z.B. *Brondics/Mark*, AG 1989, 339, 346; *Hamann*, in: F. Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz u.a. (1999), §§ 45, 46 a.F. Rn. 30; *Baumbach/Hopt*, HGB²⁹ (1995), § 44a BörsG Rn. 1; anders *Hewicker*, Die Haftung des Vorstands (2005), S. 174 f., der im Rahmen der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung die Haftung auf grobe Fahrlässigkeit beschränken will.

auch allgemein anerkannt.³⁴ Vereinzelt wird demgegenüber eine Beschränkung der Kapitalmarkthaftung auf Vorsatz gefordert,³⁵ dies vor allem mehrheitlich für diejenigen Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, die nicht durch eine spezialgesetzlich statuierte Haftung sanktioniert werden, sondern die nach hiesiger Auffassung über § 823 Abs. 2 BGB eine Haftung begründen.³⁶ Die h.M. tritt aber in allen Bereichen der spezialgesetzlich erfassten kapitalmarktrechtlichen Haftung für eine Haftung bei grober Fahrlässigkeit ein,³⁷ wie es der Gesetzeslage bei der Mehrzahl ausdrücklich geregelter Kapitalmarktdelikte entspricht.

2. Verschulden bei den spezialgesetzlichen Kapitalmarktdelikten

Die meisten kapitalmarktrechtlichen Spezialhaftungsvorschriften erfordern ein mindestens *grob fahrlässiges Verhalten*, dessen Vorliegen jedoch aufgrund einer gesetzlichen Beweislastumkehr widerleglich vermutet wird. So etwa die §§ 45 Abs. 1 BörsG, 127 Abs. 3 S. 1 InvG für die Prospekthaftung, die §§ 37b Abs. 2, 37c Abs. 2 WpHG für die Ad-hoc-Publizitätshaftung und die §§ 12 Abs. 2 und 13 Abs. 3 WpÜG für die übernahmerechtlichen Haftungstatbestände. Der Haftungsmaßstab „grobe Fahrlässigkeit“ hat sich dadurch im Kapitalmarktrecht weitgehend etabliert und genießt große Akzeptanz.³⁸

Eine Sonderstellung nimmt die Haftung für fehlende Prospekte gemäß § 13a VerkProspG ein, da diese Norm – anders als noch der Referentenentwurf, der einen Ausschluss bei nicht auf grober Fahrlässigkeit beruhenden Unkenntnis vorgesehen hatte – keine explizit Regelung über das Verschulden trifft.

³⁴ BGHZ 71, 284, 291; 72, 382, 388; 79, 337, 345; 84, 141, 148. Kritisch jedoch *Canaris*, Bankvertragsrecht (1981), Rn. 2294; *Coing*, WM 1980, 206, 212.

³⁵ *Sester*, ZGR 2001, 1, 15 ff.; siehe auch *Spindler*, WM 2004, 2089, 2096 (für die Außenhaftung der Organmitglieder); *Thümmel*, DB 2001, 2331, 2333 (für die Ad-hoc-Publizitätshaftung).

³⁶ Vgl. bei § 8 (oben S. 237 ff.) diejenigen Autoren, die bezüglich der einzelnen Pflichten nur eine Haftung für Strafgesetze oder nach § 826 BGB zulassen wollen.

³⁷ Z.B. *Abram*, NZG 2003, 307, 312; *Bachmann*, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts (2007), S. 93, 124 f.; *Baums*, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 186; *ders.*, ZHR 167 (2003), 139, 190 ff.; *Doğan*, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 99; *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 279; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 61 f. und F 104; *ders.*, NJW 2002, 2977, 2980; *Groß*, AG 1999, 199, 205; *Horn*, in: FS Ulmer (2003), S. 817, 824; *Jahn*, ZRP 2003, 121, 122 f.; *Kissner*, Zivilrechtliche Verantwortlichkeit (2003), S. 207; *Miller*, Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle (2003), S. 167 ff.; *Möllers*, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 102; *Mörsdorf*, Zivilrechtliche Verantwortlichkeit (2005), S. 165; *Paul*, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen (2004), S. 62; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot (1999), S. 252 f.; *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 52.

³⁸ Nachweise in Fn. 37. Von einem „allgemeinen Grundsatz“ spricht *Möllers*, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 102.

3. Anonyme Struktur der Kapitalmärkte

Ein wesentlicher Grund für den Verschuldensmaßstab der groben Fahrlässigkeit besteht darin, dass das Verhältnis von Anlegern, Emittenten und Verwaltungsmitgliedern durch weit reichende Anonymität geprägt ist. Paradigmatisch dafür sind die „open market transactions“ auf Sekundärmärkten, an denen der Emittent gar nicht beteiligt ist. Aber auch bei Emissionen am Primärmarkt kommt es in der Regel nicht zu direkten Vertragschlüssen zwischen Anlegern und Emittent; vielmehr übernimmt es eine Emissionsbank oder ein Emissionskonsortium, die Emission bei den Anlegern zu platzieren.³⁹ Es geht daher bei der Kapitalmarkthaftung weniger um eine der Verkäufergewährleistung vergleichbare Situation als um die Sicherung der Informationseffizienz der Kapitalmärkte als Voraussetzung effizienter Kapitalallokation. Der Schutz des individuellen Anlegers ist das Mittel, mithilfe dessen das Kapitalmarktrecht diesen Schutzzweck verfolgt.⁴⁰ Dazu dient – ganz im Gegensatz zu den generalklauselartigen Tatbeständen kaufvertraglicher oder ähnlicher Gewährleistungshaftung – eine große, detailliert ausgeformte gesetzliche Pflichtendichte, welche eine bestmögliche Informationsversorgung der Märkte sicherstellen und den Emittenten das Einrichten von Arbeitsroutinen⁴¹ erleichtern soll.

4. Grundsatz der Haftung für grobe Fahrlässigkeit

Nach der hier vertretenen Auffassung sind die kapitalmarktrechtlichen Tatbestände als Spezialdeliktsrecht zu qualifizieren.⁴² Sie regeln sozusagen als „Speerspitze“ die wichtigsten Fälle kapitalmarktrechtlicher Informationspflichtverletzungen und sind damit immanenter Bestandteil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Werden sonstige Pflichten aus dem Sonderrechtsverhältnis verletzt, kommt eine Haftung auf Grundlage von § 823 Abs. 2 BGB in Betracht.⁴³ Aus diesem Verhältnis ist letztlich auch der allgemeine Verschuldensmaßstab abzuleiten.

a) Verhältnis der Spezialdelikte zur allgemeinen Haftung

Wenn in einem Fall allgemein-deliktsrechtliche Anspruchsgrundlagen mit den Spezialdelikten des Kapitalmarktrechts konkurrieren (vgl. § 47 Abs. 2 BörsG; § 13a Abs. 6 S. 2 VerkProspG; § 37b Abs. 5, § 37c Abs. 5 WpHG; § 12 Abs. 6 WpÜG), entspricht es der h.M., dass erstere bei fahrlässiger

³⁹ Vgl. oben S. 109.

⁴⁰ Ausführlich oben S. 177 ff.

⁴¹ Dazu ausführlich im Rahmen der Bestimmung der Sorgfaltspflichten, unten S. 472 ff. und S. 476 ff.

⁴² Vgl. oben S. 25 f.; 35 f.; 41 f.; 42 f.

⁴³ Vgl. oben S. 226.

Begehung zurückzutreten haben.⁴⁴ Dies spiegelt sich in dem Wortlaut der Öffnungsklauseln wieder, die mit Ausnahme von § 47 Abs. 2 BörsG⁴⁵ nur konkurrierende allgemein-deliktische Ansprüche aufgrund *vorsätzlichen* Handelns unberührt lassen. Auf der anderen Seite ist es aber nicht angebracht, daraus zu schließen, dass spezialgesetzlich *nicht* geregelte Kapitalmarktdelikte einer reinen Vorsatzhaftung zu unterwerfen seien.⁴⁶ Ein solches Prinzip lässt sich weder aus dem allgemeinen Deliktsrecht ableiten, das von dem Grundsatz einer allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung auch im Bereich der reinen Vermögensschäden ausgeht,⁴⁷ noch aus dem Kapitalmarktrecht.

Im Rahmen der allgemeinen Anspruchsgrundlagen ist vielmehr das Verschuldensprivileg der groben Fahrlässigkeit zu übernehmen. Denn die gesonderte Regelung der Spezialtatbestände sollte – wie auch § 47 Abs. 2 BörsG n.F. zeigt – nicht zu einer Schlechterstellung der Anleger gegenüber der allgemeinen Rechtslage (Fahrlässigkeitshaftung) führen, sondern vielmehr die als besonders missbrauchsanfällig angesehenen Informationspflichten einem ausdifferenzierten Haftungsregime unterwerfen. Dieses Haftungsregime hat Modellcharakter für die sonstigen Fälle kapitalmarktdeliktischer Verantwortlichkeit.

b) Vergleich mit dem Ordnungswidrigkeitenrecht

Ein Vergleich mit dem im Ordnungswidrigkeitenrecht geltenden Verschuldensmaßstab zeigt, dass auch jenseits der Spezialdelikte eine Schadenersatzhaftung nicht erst bei Vorsatz angebracht ist. Gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG sind jegliche marktmanipulative Informationspflichtverletzungen bereits bei Leichtfertigkeit ahndbar.⁴⁸ Die Übernahme dem Schäd-

⁴⁴ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 100; *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, KMG (2006), § 47 BörsG Rn. 10; *Hopt*, in: FS Drobnič (1998), S. 525, 533; *Huber*, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 305 f.; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 74.

⁴⁵ Kurioserweise lässt einzig § 47 Abs. 2 BörsG seit der Neufassung durch das Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz auch konkurrierende Ansprüche aus „grob fahrlässigen unerlaubten Handlungen“ unberührt. Die Begr. RegE Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028, S. 89 verschleierte diese Änderung, indem es heißt, die §§ 44 bis 47 BörsG seien unverändert geblieben. Hintergrund der Änderung waren rechtssystematische Bedenken aus Kreisen der Bundesregierung, Ansprüche aufgrund grober Fahrlässigkeit auszuschließen, wenn § 45 Abs. 1 BörsG selbst die Haftung für grobe Fahrlässigkeit noch zulässt.

⁴⁶ So aber *Rützel*, AG 2003, 69, 77 (es kämen nur Strafgesetze als Schutznormen in Betracht); für freiwillige Informationen auch *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 220 f.

⁴⁷ Dazu oben unter S. 452 f.

⁴⁸ Vgl. *Fleischer*, Gutachten zum 64, DJT (2002), F 104; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot (1999), S. 252 f.

ger *ungünstiger* Verschuldensmaßstäbe aus dem Ordnungswidrigkeiten- und Strafrecht in das Haftungsrecht ist zwar, im Gegensatz zur notwendig zivilrechtlich korrelierenden Haftungsprivilegierung bei dem Schädiger *günstigen* schutzgesetzlichem Verschuldensmaßstab, nicht zwingend. Es ergibt sich aber eine erhöhte Argumentationslast, an ein Verhalten, das der Gesetzgeber bereits als straf- oder ahndungswürdig ansieht, trotz Bejahung des Individualschutzes der zugrunde liegenden Verpflichtung, (noch) keine zivilrechtlichen Folgen zu knüpfen. Im Kapitalmarktdeliktsrecht, das wesentlich auf dem Prinzip des Funktionenschutzes durch Individualschutz beruht,⁴⁹ sind keine Anhaltspunkte für eine derartige zivilverschuldensrechtliche Privilegierung des Schädigers ersichtlich.

c) Besonderheiten der Kapitalmarkthaftung

Auch die Funktion des Kapitalmarktdeliktsrechts spricht dafür, den Verschuldensmaßstab bei grober Fahrlässigkeit festzusetzen. Bei einem Haftungsrecht, das seine Rechtfertigung weniger in einem Ausgleich individuell erlittener Schäden findet, sondern vielmehr der präventiven Verhaltenssteuerung im Rahmen der Corporate Governance zu dienen bestimmt ist, liegt die entscheidende Funktion des Verschuldensmaßstabes darin, die anzusetzenden Sorgfaltsanforderungen bei Vorbereitung und Durchführung der Kapitalmarktkommunikation zu determinieren.⁵⁰ Aus ökonomischer Sicht sind der derart geschaffene Aufwand und die Haftungsrisiken als Teil der Kosten öffentlicher Unternehmensfinanzierung in eine Kosten-Nutzen-Analyse einzustellen. Dabei kann es nicht darum gehen, jegliches Fehlverhalten zu unterbinden. Ziel ist vielmehr, die Emittenten einer ihrem Marktsegment angemessenen indirekten Kontrolle durch das Haftungsrecht zu unterwerfen, die zu einer Verbesserung der Corporate Governance und damit zu einer gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtssteigerung führt.

d) Anreizstruktur bei grober im Vergleich zu einfacher Fahrlässigkeit

Teilweise wird allerdings vorgebracht, eine Verschärfung des Verschuldensmaßstabs (von grober zu einfacher Fahrlässigkeit) verändere die Verhaltensanreize nur unwesentlich, solange die Grenzziehung zwischen einfacher und grober Fahrlässigkeit nicht rechtssicher vorhersehbar sei und die Verantwortlichen daher ohnehin einen gehörigen „Sicherheitsabstand“ einkalkulieren müssten.⁵¹ Dies kann aber nur begrenzt überzeugen. Denn es darf nicht verkannt werden, dass bei Anwendung eines objektiven

⁴⁹ Dazu ausführlich oben S. 177 ff.

⁵⁰ Ausführlich mit Fallgruppenbildung nachstehend S. 476 ff.

⁵¹ *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 62.

Fahrlässigkeitsmaßstabes, wie ihn die ganz h.M. zugrunde legt,⁵² die objektive Pflichtwidrigkeit des Verstoßes gegen ein konkretes Verhaltensgebot die Vermutung einer entsprechenden subjektiven Vorwerfbarkeit in sich trägt.⁵³

Gerade im Bereich gesetzlich detailliert präformierter Veröffentlichungspflichten erscheint es schwer denkbar, dass das Unterlassen einer gebotenen Meldung oder das Verbreiten einer falschen Information nicht bei Anwendung einer „im Verkehr erforderlichen“ Sorgfalt vermeidbar gewesen wäre; zumal der Emittent grundsätzlich nur solche Informationen zu veröffentlichen hat, die ihn selbst betreffen und an deren tatsächlicher Grundlage Personen im Unternehmen daher regelmäßig einen Anteil haben werden, zumindest aber Kenntnis davon. Somit besteht die konkrete Gefahr, dass eine Haftung für einfache Fahrlässigkeit in ihrer Wirkung einer Garantiehaftung gleichkommt.⁵⁴ Wenn die Emittenten aber damit rechnen müssen, bei Verletzung einer Pflicht aus dem kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis stets zur Verantwortung gezogen zu werden, sinkt der Anreiz, wirkungsvolle Vorbeugungen zu treffen unter das optimale Niveau. Denn den zusätzlich aufgewendeten Sorgfaltskosten steht kein entsprechender Ertrag entgegen, wird sich doch niemals mit absoluter Sicherheit ein Fehlverhalten ausschließen lassen.⁵⁵ Dem Ziel einer verbesserten Corporate Governance kann also besser genügt werden, wenn es den Emittenten möglich ist, bei Anwendung eines (auch unter Kosten-/Nutzensgesichtspunkten) vernünftigen Vorsorgeaufwands, etwa durch Einrichtung einer Compliance-Organisation, einer Haftung zu entgehen, sollte trotz dieses Aufwandes dennoch im Einzelfall eine (unvorsätzliche) Pflichtverletzung geschehen.

Es kann daher festgehalten werden, dass die *Haftung für grobe Fahrlässigkeit zu den gesicherten Grundsätzen des Kapitalmarktdeliktsrechts* zu zählen ist. Von diesem Haftungsmaßstab sind auch im Bereich der weniger strikt regulierten Marktsegmente, etwa dem Markt für Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG, grundsätzlich keine Abstriche zu machen. Insoweit besteht bereits eine weniger stark ausgebildete primäre Pflichten-

⁵² Ständige Rechtsprechung, vgl. z.B. BGHZ 24, 21, 27; aus der Literatur etwa Grundmann, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 276 Rn. 55; Heinrichs, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 276 Rn. 15; Larenz, Schuldrecht I¹⁴ (1987), § 20 III (S. 284 ff.); Löwisch, in: Staudinger (2004), § 276 Rn. 28.

⁵³ So wird im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB die einfache Fahrlässigkeit bei Vorliegen einer objektiven Pflichtverletzung widerleglich vermutet, vgl. Sprau, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), § 823 Rn. 81; Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 355.

⁵⁴ Vgl. Assmann, Referat zum 64. DJT (2002), P 11, P 34; Köndgen, in: FS Druey (2002), S. 791, 809.

⁵⁵ Vgl. Eckert/Grechnig/Stremitzer, in: Kalss, Vorstandshaftung (2005), S. 95, 101 ff., 105.

dichte. Die Neuregelung des § 13 VerkProspG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz⁵⁶ zeigt exemplarisch, dass auch bei Verletzung dieser reduzierten Pflichten bei grober Fahrlässigkeit gehaftet werden soll.

e) *Situationsspezifische Abweichungen?*

Dennoch wäre es denkbar, in bestimmten Situationen von dem allgemeinen Grundsatz der groben Fahrlässigkeit abzuweichen. In Betracht kommen Differenzierungen hinsichtlich verschiedener Marktbereiche, im Bereich der Publizität hinsichtlich verschiedener Arten und/oder Medien der Publizität sowie eine Unterscheidung danach, ob die im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses bestehenden Publizitätspflichten verletzt werden oder ob sonstige rechtswidrige Verstöße im Rahmen des Sonderrechtsverhältnisses in Frage stehen. Auch bei der Unterlassenhaftung könnte zu differenzieren sein.

aa) *Keine Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärmärkten*

Insbesondere aus rechtsökonomischer Perspektive ist vorgeschlagen worden, beim Verschulden danach zu differenzieren, ob die Pflichtverletzung die Emission von Wertpapieren betrifft (als pars pro toto mag hier die Prospekthaftung dienen) oder ob es sich um eine Pflichtverletzung auf dem Sekundärmarkt handelt.⁵⁷ Hintergrund dieser Forderung ist der strukturelle Unterschied zwischen Primär- und Sekundärmärkten.

Auf Sekundärmärkten wird die Gefahr einer Übermaßhaftung gesehen. Dem liegt die Annahme zugrunde, es komme nur zu reinen Umverteilungsschäden, bei denen der Anleger ex ante nicht wisse, ob er zu den Gewinnern oder Verlierern gehören wird. Dies könne dazu führen, dass der Schädiger einen Schaden zu ersetzen hat, der über den entstanden sozialen Schaden hinausgeht.⁵⁸ Weil der Emittent und seine Organe an den Transaktionen auf dem Sekundärmarkt typischerweise unbeteiligt sind, fließt ihnen durch die inkriminierte Handlung auch kein entsprechender Vorteil zu, der die Haftung rechtfertigen könnte. Das Erfordernis der groben Fahrlässigkeit korrigiere vor diesem Hintergrund Fehlanreize, namentlich die Neigung zu übermäßiger Risikoaversität. Damit es nicht zu einer Überabschreckung komme, solle die Haftung am Sekundärmarkt nur dann eingreifen, wenn die Verantwortlichen sich mehr haben zuschulden kommen lassen, als nur einfache Nachlässigkeit.⁵⁹ Teilweise wird die Forderung

⁵⁶ Dazu oben S. 17.

⁵⁷ Schäfer, in: Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 175 ff.

⁵⁸ Ausführlich oben S. 140 f.

⁵⁹ Easterbrook/Fischel, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 343 f.; Sauer, *Falschinformation des Sekundärmarkts* (2004), S. 342 f.

nach einer Verschuldensprivilegierung der Sekundärmarkthaftung gegenüber der Primärmarkthaftung auch damit begründet, die Gefahr einer Sekundärmarkthaftung bestehe ständig, während Primärmarkttransaktionen aus Sicht des Emittenten seltene Ereignisse darstellten.⁶⁰

Demgegenüber solle auf dem Primärmarkt die Haftung bereits bei einfacher Fahrlässigkeit eingreifen. Zur Begründung wird argumentiert, die Haftung diene letztlich der Verhaltenssteuerung und ein strengerer Haftungsmaßstab habe stärkere Anreizwirkungen auf ein sauberes Publizitätsverhalten.⁶¹ Unter der Geltung der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung wurde zudem das europarechtliche Diskriminierungsverbot in Stellung gebracht,⁶² das es verlangt habe, auch die spezialgesetzliche Prospekthaftung der einfachen Fahrlässigkeit zu unterwerfen, welche nach h.M. im Rahmen der bürgerlichrechtlichen Haftung galt.⁶³ Aus ökonomischer Sicht wird wiederum geltend gemacht, am Primärmarkt sei der Sorgfaltsaufwand am gesamten Vermögensverlust der Anleger zu orientieren, da im Gegensatz zum Sekundärmarkt nicht nur eine Umverteilung, sondern ein Vermögensabfluss drohe.⁶⁴

Diese Argumente sind zwar nicht unberechtigt, können im Ergebnis aber keine Differenzierung im Verschuldensmaßstab zwischen Primär- und Sekundärmarkt rechtfertigen. Grundlage aller Begründungen für unterschiedliche Verschuldensmaßstäbe auf Primär- und Sekundärmärkten ist eine auf dem ökonomischen Grundmodell⁶⁵ basierende Kosten-/Nutzenanalyse, derzufolge die in Rechnung zu stellenden potentiellen sozialen Schäden auf Primärmärkten höher seien als die durch fehlerhafte Sekundärmarktpublizität zu gewärtigen volkswirtschaftlichen Verluste. Dies trifft aber nur zu, wenn man als gesamtwirtschaftlich relevante Schäden

⁶⁰ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 262. Dieses Argument vermag kaum zu überzeugen. Die häufige Berührung mit einer schadensträchtigen Tätigkeit wird sogar teilweise als Rechtfertigung einer Gefährdungshaftung herangezogen.

⁶¹ *Brellocks*, Publizität und Haftung (2005), S. 260. Dieses Argument ist zweifelhaft, weil die einfache Fahrlässigkeit aufgrund des objektiven Fahrlässigkeitsbegriffs im Falle gesetzlich ausdifferenzierter Pflichtenstandards eine faktische Nähe zur Garantiehaftung aufweist, die zu keinem optimalen Vorsorgeniveau führt; siehe oben S. 462 f.

⁶² *Grundmann*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch² (2001), Bd. III, § 112 Rn. 49; *Grundmann/Selbherr*, WM 1996, 985, 987 ff. Es liegt eine gewisse Ironie darin, dass der Gesetzgeber der Forderung nach einer Angleichung entsprochen hat, allerdings nicht im dem geforderten Sinne, sondern durch eine Erstreckung der groben Fahrlässigkeit auch auf den Bereich der früheren bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung.

⁶³ Dazu oben S. 17.

⁶⁴ *Schäfer*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 177. Siehe auch *Easterbrook/Fischel*, Economic Structure of Corporate Law (1991), p. 336, die allerdings auch darauf hinweisen (p. 338), dass dieses Argument für die Kapitalerhöhung bereits börsennotierter Gesellschaften nicht gelte.

⁶⁵ Dazu oben S. 457 f.

lediglich die Fehlallokation von Kapital in Betracht zieht.⁶⁶ Wenn man dagegen die vorrangige Funktion der Kapitalmarkthaftung in der Gewährleistung funktionsfähiger externer Corporate Governance sieht,⁶⁷ sind auch die in die Kosten-/Nutzenanalyse einzustellenden potentiellen sozialen Schäden ganz anders zu bemessen. Insbesondere drohen auch durch die Fehlinformation des Sekundärmarkts erhebliche volkswirtschaftliche Nachteile, wenn dadurch die an einen funktionierenden Sekundärmarkt anknüpfenden Mechanismen der Corporate Governance ausgeschaltet oder gestört werden.⁶⁸ Gerade weil dem Sekundärmarkt die Aufgabe zukommt, Grundlage für eine ständige externe Unternehmensüberwachung und Kontrolle zu sein, geht es nicht an, an die Durchsetzung der sekundärmarktrechtlichen Publizitäts- und Verhaltensanforderungen geringere Anforderungen zu stellen als an die Pflichten bei der Kapitalaufnahme. Deshalb sind Primär- und Sekundärmarkt einem einheitlich Haftungsmaßstab zu unterwerfen.⁶⁹ Wie bereits ausgeführt, ist im Kapitalmarkthaftungsrecht die grobe Fahrlässigkeit der angemessene Haftungsmaßstab,⁷⁰ so dass sowohl Primär- als auch Sekundärmarkthaftung eine grob fahrlässige Pflichtverletzung erfordern.

bb) Keine Unterscheidung zwischen Regel- und Anlasspublizität

Ähnlich gelagert wie die Argumente für eine Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärmarkt, sind auch die Gründe, die für eine verschuldensrechtliche Privilegierung der Anlass- gegenüber der Regelpublizität vorgebracht werden. Im Gegensatz zur sorgfältig planbaren und genauestens umschriebenen Regelpublizität (damit sind in diesem Fall sowohl primärmarktbezogene Prospekte als auch periodisch zu erstellende Abschlüsse gemeint) knüpft die anlassbezogene Publizität am Primär- und Sekundärmarkt an eine Reihe ausfüllungsbedürftiger Tatbestandsmerkmale an, über deren Vorliegen unverzüglich zu entscheiden ist.⁷¹ Man denke nur an die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 Abs. 3

⁶⁶ Auch dieser Schaden ist entgegen der gängigen Auffassung nicht ohne weiteres mit den Anlegerverlusten am Primärmarkt gleichzusetzen; siehe *Schönenberger*, *Ökonomische Analyse* (2000), S. 107 ff.

⁶⁷ Siehe oben S. 186 ff. und S. 223 f.

⁶⁸ Ausführlich oben S. 388 ff.

⁶⁹ Für einheitliche Haftungsmaßstäbe auch *Köndgen*, in: FS Druey (2002), S. 791, 801.

⁷⁰ Siehe oben S. 462 ff.

⁷¹ *Brellocks*, *Publizität und Haftung* (2005), S. 262; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 104.

WpHG⁷² oder auch an das übernahmerechtliche Pflichtangebot. Für diese Fälle – so wird argumentiert – sei es auch aus Gründen des verfassungsrechtlichen Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes geboten, die Haftung auf Fälle grob fahrlässigen Verhaltens zu beschränken.⁷³ Im Gegenzug wird für die Regelpublizität, insbesondere für die Prospekthaftung, ein Absenken des Verschuldensmaßstabs auf einfache Fahrlässigkeit befürwortet,⁷⁴ da hier eine Behinderung der Unternehmensleitung durch die Haftung nicht zu befürchten sei.⁷⁵

Letztlich kann aber auch die Differenzierung nach Regel- und Anlasspublizität nicht überzeugen. Es ist zwar richtig, dass die Ad-hoc-Publizität eigenen Zwängen unterliegt, insbesondere hinsichtlich des Erfordernisses der „unverzöglichen“ Veröffentlichung. Dadurch wird es den Verantwortlichen vielfach nicht möglich sein, eine derart umfangreiche Sachaufklärung zu betreiben, dass bestimmte Fehler ausgeschlossen werden können. Dies rechtfertigt zweifellos ein Abweichen von der Haftung für jede Fahrlässigkeit. Jedoch ist der Gegenschluss nicht überzeugend, die Regelpublizität einer strengeren Haftung zu unterwerfen. Denn obwohl hier die Veröffentlichungstermine im Voraus feststehen oder – etwa bei der Emission – selbst gewählt werden können, steht auch für die Überprüfung der Richtigkeit der im Rahmen der verschiedenen Abschlüsse, Bilanzen oder auch Prospekte zu übernehmenden Informationen nur eine begrenzte Zeit und Kapazität zur Verfügung. Sowohl bei der Regel- als auch bei der Anlasspublizität kommt es damit entscheidend darauf an, ein System zur Vermeidung von Fehlern und Überwachung der Abläufe einzurichten. Damit entscheidet sich die Frage der Haftung bei unvorsätzlichen Pflichtverletzungen nicht mehr vorrangig danach, ob die Informationspflichtverletzung objektiv vermeidbar gewesen wäre, sondern ob ein entsprechendes Überwachungssystem eingerichtet und betrieben wurde, dass die Annahme von grober Fahrlässigkeit ausschließt. Nur ein solches Verständnis wird dem zugrunde liegenden Zweck der Kapitalmarkthaftung gerecht, eine Verbesserung der Corporate Governance zu bewirken.

⁷² Dazu Möllers, WM 2005, 1393, 1395 ff.; Nietsch, BB 2005, 785, 786 f.; S.H. Schneider, BB 2005, 897, 901 f.; Tollkühn, ZIP 2004, 2215, 2217 ff.; Veith, NZG 2005, 254.

⁷³ Für die Ad-hoc-Publizität Fleischer, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 104 unter Verweis auf Canaris, JZ 1987, 993, 1001 ff.

⁷⁴ Siehe bereits oben S. 465.

⁷⁵ Vgl. Brellocks, Publizität und Haftung (2005), S. 235, der allerdings die Grenzziehung zwischen Markteintritts- und Marktteilnahmepublizität vornimmt und daher inzidenter für die Regelpublizität am Sekundärmarkt auch eine Haftungsprivilegierung annimmt.

cc) Keine grundsätzliche Privilegierung mündlicher Äußerungen

In Reaktion auf den Diskussionsentwurf zum Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz⁷⁶ wurde gefordert, die Haftung für mündliche Äußerungen auf Vorsatz zu beschränken. So wurde in Stellungnahmen zum Entwurf darauf hingewiesen, dass insbesondere bei Auskünften in der Hauptversammlung im Rahmen einer offen geführten Diskussion leicht Fehler unterlaufen könnten, die nicht mit persönlichen Haftungsfolgen sanktioniert werden sollten. In der Hauptversammlung müssten nicht selten Hunderte von Fragen über mehrere Stunden ohne längere Bedenkzeit beantwortet werden. Dass dabei einzelne Aspekte auch einmal übersehen oder falsch dargestellt werden können, sei nicht immer zu vermeiden. Eine Haftung für Fahrlässigkeit sei in diesen Fällen unangemessen.⁷⁷ Andere Stellungnahmen sahen dagegen die Gefahr einer Haftungsausuferung durch eine präzise Eingrenzung des Tatbestands eingedämmt.⁷⁸ Auch der 64. Deutsche Juristentag hat es abgelehnt, mündliche Äußerungen gegenüber dem Primärmarkt in die Prospekthaftung einzubeziehen und damit einer Haftung für grobe Fahrlässigkeit zu unterwerfen.⁷⁹

Im Ergebnis kann es nicht überzeugen, die Haftung für mündliche Äußerungen auf Vorsatz zu begrenzen. Wenn man die Fehlinformation des Kapitalmarkts unter ein einheitliches Konzept fasst, das sich am Leitgedanken der Verhinderung von Marktmanipulation ausrichtet,⁸⁰ kann es nicht darauf ankommen, auf welche Weise eine Fehlinformation verbreitet wird. Sofern eine bewertungsrelevante Information in einer Weise veröffentlicht wird, dass sie von den professionellen Marktteilnehmern wahrgenommen wird, impliziert die Theorie informationseffizienter Märkte, dass sie sich im Preis widerspiegelt.⁸¹ Die Art einer Veröffentlichung kann sich höchstens in der Geschwindigkeit auswirken, in der die Nachricht eingepreist wird; an der Grundgegebenheit, dass der Preis durch die fehlerhaf-

⁷⁶ Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), NZG 2004, 1042.

⁷⁷ Stellungnahme des Handelsrechtsausschuss des DAV, veröffentlicht in NZG 2004, 1099, 1100. Siehe auch *Kubis*, in: MüKo-AktG² (2004), § 131 Rn. 152, wonach eine Schadensersatzpflicht des Vorstands bei falschen Auskünften auf der Hauptversammlung nur bei vorsätzlichem Handeln in Betracht kommen soll.

⁷⁸ Siehe etwa *Veil*, BKR 2005, 91, 93; ähnlich wohl auch *Semler/Gittermann*, NZG 2004, 1081, 1086, die die geplante Begrenzung der Haftung für mündliche Äußerungen auf „Ansprachen oder Auskünfte“ im Rahmen der Hauptversammlung begrüßen, ohne an dem Verschuldensmaßstab Anstoß zu nehmen.

⁷⁹ Ziff. 1.7 der Beschlüsse der wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. DJT (Ablehnung), NJW 2002, 3073, 3082.

⁸⁰ Dazu *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 48 ff.

⁸¹ Siehe oben S. 124.

te Information verzerrt wird und damit nicht mehr taugliche Grundlage marktbasierter Überwachungsmechanismen ist, ändert sich durch die Veröffentlichungsweise der Falschinformation nichts. Daher ist jedenfalls auf regulierten Märkten, auf denen eine hohe Publizitätsdichte besteht, keine Differenzierung vorzunehmen; etwas anderes gilt bei freiwilligen Informationen von weitgehend unregulierten Emittenten.⁸²

Würden bestimmte Formen der Publizität generell privilegiert, wären Umgehungen Tor und Tür geöffnet, da zweifelhafte Tatsachen nur noch mündlich verbreitet würden, mit dem Vertrauen darauf, dass die deutschen Zivilgerichte bislang keinerlei Beweiserleichterungen beim Nachweis vorsätzlichen Verhaltens anerkennen. Die unleugbaren Gefahren einer Haftung für mündliche Äußerungen müssen ernst genommen werden. Ihnen ist aber durch eine Ausarbeitung von differenzierten Sorgfaltspflichten im Rahmen der groben Fahrlässigkeit zu begegnen.⁸³

dd) Differenzierung zwischen Informationspflichtverletzungen und sonstigen marktmanipulierenden Handlungen

Neben den im Vordergrund der Diskussion stehenden standardisierten Informationspflichtverletzungen bestehen eine Reihe weiterer deliktischer Pflichten am Kapitalmarkt.⁸⁴ Teilweise wird vertreten, die Tatbestände der handelsgestützten sowie durch sonstige Täuschungshandlungen vorgenommenen Marktmanipulation (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3 WpHG) ließen sich nur unter Zuhilfenahme eines Absichtserfordernisses sinnvoll auslegen. Dagegen könne die informationsgestützte Manipulation (also die Verbreitung falscher Kapitalmarktpublizität oder das pflichtwidrige Unterlassen einer gebotenen Meldung) aufgrund des negativen Effektes von Falschinformation auf die Kapitalmarkteffizienz auch ohne konkretisierende subjektive Merkmale als manipulativ angesehen werden.⁸⁵ Dass sich Marktmanipulationen durch tatsächliches Handeln jenseits von Informationspflichtverletzungen auch ohne ein Absichtserfordernis sinnvoll bestimmen lassen, sollte oben gezeigt werden.⁸⁶ Es ist aber zu konstatieren, dass jenseits des *dolus directus* ersten Grades eine Haftung in diesen Fällen durch ein erhöhtes Verschuldenserfordernis in Form des allgemeinen Vorsatzes bedingt ist.

Fraglich ist, ob diese Ausnahme nur im Rahmen des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3 WpHG besteht oder sich auf andere Formen marktmanipulierender Handlungen wie die rechtswidrige Vereitelung eines Übernahmear-

⁸² Dazu ausführlich oben S. 315 f.

⁸³ Siehe sogleich unten S. 483 ff.

⁸⁴ Siehe oben S. 328 ff.

⁸⁵ *Eichelberger*, WM 2007, 2046, 2053.

⁸⁶ Oben S. 331.

gebots übertragen lässt. Dafür spricht, dass Handlungen jenseits der durch Investor Relations gesteuerten Kapitalmarktkommunikation weitaus weniger standardisiert und damit auch generellen, präventiv wirkenden Verhaltensvorgaben im Sinne einer Compliance-Organisation schlechter zugänglich sind. So geht von einer haftungsrechtlichen Sanktionierung übernahmeherechtlcher Vereitelungsmaßnahmen bereits im Fahrlässigkeitsbereich ein übermäßiger Eingriff in die Geschäftsführungsfreiheit der Emittenten aus.

Im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses ist daher im Verschuldensgrad zu differenzieren zwischen standardisierten Informationspflichten, die bei grob fahrlässigen Verletzungen eine Haftung auslösen, und sonstigen Verhaltenspflichten, die erst bei vorsätzlichem Handeln zum Schadensersatz gegenüber den geschädigten Anlegern verpflichten.

ee) Verschuldensunabhängige Haftung bei fehlendem Prospekt

Gewisse Einordnungsschwierigkeiten bereitet der Tatbestand des § 13a VerkProspG, der bei öffentlichen Angeboten ohne Prospekt eine gesamtschuldnerische Haftung von Anbieter und Emittent vorsieht, ohne eine Aussage zum Verschulden zu treffen. Entgegen geäußerten Befürchtungen handelt es sich dabei gleichwohl um eine Haftung für pflichtwidriges Handeln, die einen Rechtsverstoß voraussetzt.⁸⁷ Damit ist allerdings noch nichts über das Verschuldenserfordernis gesagt. Möglich erscheint nach dem Wortlaut der Norm eine Haftung ab grober Fahrlässigkeit, eine Haftung für jede Fahrlässigkeit und eine verschuldensunabhängige Haftung. Nach gewichtiger Ansicht soll die Haftung bereits ohne jegliches Verschulden eingreifen.⁸⁸

Die Gesetzesgeschichte unterstützt diese Deutung. Der Referentenentwurf enthielt in § 13a Abs. 4 S. 1 noch eine Begrenzung auf grobe Fahrlässigkeit, die im Regierungsentwurf kommentarlos gestrichen wurde. Der Text der Entwurfsbegründung wurde allerdings nahezu unverändert beibehalten. Aus dem Wortlaut der Referentenentwurfsbegründung

„Der Erwerber, der beim Erwerb keine Kenntnis von der Prospektspflicht hatte, kann damit, wenn *pflichtwidrig oder grob fahrlässig* kein Verkaufsprospekt erstellt wurde, von dem Emittenten die Rücknahme der Wertpapiere oder Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises verlangen. Diese Risikoverteilung zu Lasten des Emittenten *bei*

⁸⁷ Dazu oben S. 239 f.

⁸⁸ *Fleischer*, BKR 2004, 339, 346; *ders.*, WM 2004, 1897, 1901; dem folgend *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds⁴ (2007), S. 136; a.A. *Bohlken/Lange*, DB 2005, 1259, 1261; *Schäfer*, ZGR 2006, 40, 51 f. (grobe Fahrlässigkeit); *Korth*, Die Prospekthaftung am Grauen Kapitalmarkt (2008), S. 124 f. (einfache Fahrlässigkeit).

grober Fahrlässigkeit ist im Interesse eines umfassenden Anlegerschutzes, für den die Einhaltung der Prospektpflicht von entscheidender Bedeutung ist, gerechtfertigt.⁸⁹

wurden für die Regierungsentwurfsbegründung lediglich die hervorgehobenen Parteien entfernt sowie eine Aktualisierung hinsichtlich der nunmehr vorgesehenen Mithaftung des Anbieters vorgenommen. Das Streichen der Einschränkung „grob fahrlässig“ bzw. „bei grober Fahrlässigkeit“ bei ansonsten wortgleicher Begründung spricht dafür, dass der Gesetzgeber deutlich machen wollte, dass ein Verschulden nicht vorausgesetzt wird.⁹⁰ Der allgemeine Hinweis, die Anspruchsvoraussetzungen und -ausschlüsse seien denen des Anspruchs wegen eines fehlerhaften Prospekts nachgebildet,⁹¹ vermag keine andere Auslegung zu rechtfertigen,⁹² denn dieser Part findet sich bereits wortgleich in der Begründung des Referentenentwurfs und kann damit nicht auf die Etablierung eines Verschuldenserfordernisses abzielen. Auch findet die Auslegung als verschuldensunabhängige Haftung rechtsvergleichende Unterstützung in sec. 12(a)(1) SA 1933, der in paralleler Weise an die Verletzung des Vertriebsverbots nach sec. 5 SA 1933 anknüpft und zu einer verschuldensunabhängigen Haftung führt.⁹³

Entscheidend ist aber, ob die allgemeinen Erwägungen zur Begründung der Haftung ab grober Fahrlässigkeit im Kapitalmarktdeliktsrecht auch auf die Situation des pflichtwidrigen öffentlichen Angebots ohne Prospekt passen. Auf den ersten Blick könnte man darauf abstellen, dass auch im anderen wichtigen Falle einer Unterlassenhaftung am Kapitalmarkt, der pflichtwidrig unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung, die grobe Fahrlässigkeit als Haftungsmaßstab vorgesehen ist, vgl. § 37b Abs. 2 WpHG. Eine genauere Betrachtung enthüllt aber, dass unterlassene Ad-hoc-Mitteilung und unterlassene Prospektveröffentlichung nicht vergleichbar sind. Wie ausgeführt liegt ein wesentlicher Grund für den Maßstab grobe Fahrlässigkeit in dem Zusammenhang zwischen Kapitalmarkthaftung und Corporate Governance, der ex ante klar antizipierbare Sorgfaltspflichten erfordert, die dem Ziel einer Verbesserung der Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt dienen.⁹⁴ Die Ad-hoc-Mitteilungspflicht stellt in diesem Gefüge eine unmittelbare Information als Grundlage einer fortlaufenden Kontrolle am Sekundärmarkt sicher. Wenn die Wertpapiere oder Vermögensanlagen eines Emittenten allerdings ohne jeglichen Prospekt öffentlich angeboten werden, greifen derartige Begründungen ins Leere. Die Einhaltung der Prospektpflicht ist vielmehr der Ansatzpunkt für sämtliche der

⁸⁹ Begr. RefE AnSVG vom 10. März 2004, S. 35 f.

⁹⁰ *Barta*, NZG 2005, 305, 307.

⁹¹ Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 44.

⁹² So aber *Bohlken/Lange*, DB 2005, 1259, 1261; *Schäfer*, ZGR 2006, 40, 51.

⁹³ Siehe oben S. 81 f.

⁹⁴ Oben S. 462 ff.

oben erörterten allgemeinen Erwägungen. Eine Umgehung der Prospektpflicht nimmt den Anlegern nicht nur die ordnungsgemäße Informationsgrundlage, sondern vielmehr die Mechanismen kapitalmarktbasierter Unternehmenskontrolle. Insofern hat der Gesetzgeber aber mit den allgemeinen Schwellen (§ 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpPG: Angebote an mindestens 100 nicht qualifizierte Anleger; § 8f Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG: mindestens 20 Anteile) die Grenze gezogen, ab der er einen derartigen zusätzlichen Überwachungsmechanismus für notwendig erachtet. Ein pflichtwidrig prospektloses öffentliches Angebot erfordert daher aus generalpräventiven Erwägungen, aber auch zum Schutz der betroffenen Anleger, die mangels hinreichender Informationsgrundlage die Konsequenzen ihres Engagements nicht überblicken können, eine strikte Haftung auf Übernahme der Wertpapiere oder Vermögensanlagen. Dies ist auch nicht unbillig, da angesichts der klaren Definition des Wertpapiers und der Vermögensanlage kein Anbieter sich völlig überraschend einer Haftung ausgesetzt sehen wird.

5. Sorgfaltspflichten des Emittenten und der Organe als Ausfluss des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses

Zu behandeln bleibt noch die Ausgestaltung der einzelnen Sorgfaltspflichten und die Voraussetzungen, die an einen besonders schweren Verstoß gegen diese Pflichten zu stellen sind. In Form exemplarischer Fallgruppen können die Grenzen der Verantwortung herausgearbeitet werden. Dies kann jedoch nicht geschehen, ohne zuvor den Zweck der Haftung in den Blick zu nehmen. Die den Marktteilnehmern auferlegten Sorgfaltspflichten und die Grenze des haftungsbegründenden Verstoßes bedürfen einer Rückkoppelung an die Ziele der Haftung.

a) Herleitung der Sorgfaltspflichten

Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis findet seine Rechtfertigung darin, durch eine indirekte Einwirkung auf die Emittenten und ihre Organe zu einer Verbesserung der Corporate Governance beizutragen.⁹⁵ Auf der einen Seite steht die unternehmerische Freiheit des Vorstands. Die Unternehmensleitung kann für ihre Geschäftsführung ein weites unternehmerisches Ermessen gemäß § 93 Abs. 1 S. 2 AktG in Anspruch nehmen und wird daher einer Haftung für den eventuellen Misserfolg ihrer Geschäftsführungstätigkeit nicht unterworfen.⁹⁶ Unerfolgreiche Manager kön-

⁹⁵ Ausführlich oben S. 223 f.

⁹⁶ Vgl. Roth, *Unternehmerisches Ermessen* (2001), S. 9: „Alles, was sich innerhalb der Grenzen unternehmerischen Ermessens bewegt, ist gesellschaftsrechtlich zulässig.“ Ähnlich Lohse, *Unternehmerisches Ermessen* (2005), S. 105.

nen deshalb zwar nicht haftungsrechtlich zur Verantwortung gezogen werden, werden aber langfristig keine Zukunft im Unternehmen haben. Gerade deshalb ist auf der anderen Seite eine funktionierende Überwachung und Kontrolle der Unternehmensleitung von grundlegender Bedeutung. In börsennotierten Publikumsgesellschaften wird der Markt als Kontrollinstrument in Anspruch genommen. Die Haftung für Verletzung von Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses steht in dem Spannungsfeld von unternehmerischer Freiheit und Kontrolle. Die Auflösung dieses Konflikts erfolgt zunächst durch die Bestimmung der haftungsrechtlich relevanten Pflichten.⁹⁷ Dadurch werden aber nur die groben Linien vorgegeben. Die wesentliche Abgrenzung der haftungsrelevanten von den erlaubten Verhaltensweisen im Einzelfall erfolgt erst auf der nachgelagerten Ebene der Sorgfaltspflichten. Diese sind in Fallgruppen so zu entfalten, dass die großen Linien des Kapitalmarkthaftungsrechts in die Realität des Wirtschaftslebens umgesetzt werden können.

b) Differenzierung zwischen Emittent und Organen

Bei der Bestimmung der konkreten Sorgfaltspflicht ist zu berücksichtigen, dass die verschiedenen Haftungssubjekte in unterschiedlichem Maße mit dem Schutzzweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses in Berührung kommen. Es geht daher nicht an, unbesehen dem Emittenten und den einzelnen Organmitgliedern die jeweils gleichen Verhaltenspflichten abzuverlangen.⁹⁸ Vielmehr ist stets zu fragen, in welcher Beziehung das Handeln einzelner Haftungssubjekte zu dem Schutzzweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses steht. Nur soweit die Sicherung der Corporate Governance-Funktion des Kapitalmarkts dies erfordert, sind aus dem kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis konkrete Verhaltensstandards abzuleiten.

c) Sorgfaltspflichten des Emittenten

aa) Steuerungseffekte durch Emittentenhaftung

Rechtsökonomisch wurde herausgearbeitet, dass die besten Steuerungseffekte von einer Unternehmenshaftung ausgehen, die grundsätzlich sämtliche von Unternehmensangehörigen begangenen Handlungen dem Unternehmensträger zurechnen, diesem aber eine Entlastungsmöglichkeit gewähren, wenn er sinnvolle Überwachungsleistungen vorgenommen hat und

⁹⁷ Dazu oben S. 237 ff.

⁹⁸ Zu weitgehend aber *Duve/Basak*, BB 2005, 2645, 2651: Organwalter sollten nur bei Vorsatz haften.

im Nachhinein die Ursache für den begangenen Fehler offen legt.⁹⁹ Dadurch wird das bereits zur Begründung der Emittentenhaftung angeführte Prinzip realisiert, wonach die interne Überwachung der Handelnden durch das Unternehmen selbst einer externen Überwachung vorzuziehen ist.¹⁰⁰

bb) Originäre Sorgfaltspflichten des Emittenten

Die Sorgfaltspflicht „des Emittenten“ besteht nicht nur in der Summe der Sorgfaltspflichten einzelner Organmitglieder. Sie dient vielmehr als Auffangtatbestand für den Fall, dass einem einzelnen Organmitglied kein gegen die Ziele der kapitalmarktrechtlichen Pflichten verstoßendes Verhalten angelastet werden kann, das bereits eine persönliche Haftung rechtfertigen würde. Wenn eine Gesamtbetrachtung auf Unternehmensebene ergibt, dass in diesen Fällen trotzdem keine hinreichenden Vorkehrungen dafür getroffen wurden, die Allokations- bzw. Kontrollfunktion des Kapitalmarkts zu gewährleisten, greift die alleinige Emittentenhaftung.¹⁰¹

Sie setzt voraus, dass – obwohl die einzelnen Organmitglieder ihre Organisations- und Überwachungspflichten nicht in einem für die Annahme persönlicher grober Fahrlässigkeit hinreichendem Maße verletzt haben – durch die Addition der einzelnen, dem Emittenten zuzurechnenden Verfehlungen auf Ebene des Gesamtunternehmens von einem grob fahrlässigen Verstoß gegen das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis gesprochen werden kann. Rechtsdogmatisch lässt sich eine Haftung des Emittenten für grobe Fahrlässigkeit in diesen Fällen damit begründen, dass der Personenkreis, dessen Handlungen dem Emittenten über § 31 BGB zugerechnet werden („Haftungsvertreter“¹⁰²), weitaus größer ist als der Kreis der gesellschaftsrechtlichen Organe.¹⁰³ Selbst wenn ein solcher Haftungsvertreter nicht bestellt ist, muss sich der Emittent über den Zurechnungsgrund des Organisationsmangels die Handlungen des tatsächlich eingesetzten Verrichtungsgehilfen zurechnen lassen.

⁹⁹ *Arlen/Kraakman*, 72 N.Y.U. L. Rev. 687, 739 et seq. (1997). Durch die Offenlegung der Fehlverhaltensursache kann das Gericht die Einhaltung der Organisationsstandards überwachen. Umgesetzt wird dies im deutschen Kapitalmarktdeliktsrecht durch Beweisregeln wie § 45 Abs. 1 BörsG, §§ 37b Abs. 2, 37c Abs. 2 WpHG, wonach dem Emittenten der Entlastungsbeweis für die fehlende grobe Fahrlässigkeit obliegt.

¹⁰⁰ *Kornhauser*, 70 Cal. L. Rev. 1345, 1371 et seq. (1982). Ausführlich oben S. 409 f.

¹⁰¹ Dass nur die Gesellschaft für die Verletzung deliktischer Sorgfaltspflichten haften kann, entspricht der ganz h.M. im Deliktsrecht; siehe oben S. 396.

¹⁰² *Weick*, in: Staudinger (2005), § 31 Rn. 4.

¹⁰³ Vgl. oben S. 420 f.

cc) Kreis der haftungsrelevanten Personen

Aus dem Vorgesagten folgt, dass sich der Emittent die Handlungen all derjenigen zurechnen lassen muss, die in wichtigen Aufgabengebieten selbständige Entscheidungen treffen. Diesen Personenkreis adressieren daher auch die deliktischen Sorgfaltspflichten des Emittenten. Bei der konkreten Bestimmung des relevanten Personenkreises ist wiederum auf den Schutzzweck des Kapitalmarktdeliktsrechts zu rekurrieren. Ansonsten würden durch eine ungerechtfertigte Ausweitung der Haftung Fehlanreize gesetzt zu einer Verschwendung von Unternehmensressourcen zur Vermeidung einer Haftung, die durch die Corporate Governance-Funktion des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses nicht indiziert ist.

„Wichtige Aufgabengebiete“ im Sinne des Kapitalmarktdeliktsrechts sind nur solchen Mitarbeitern zugewiesen, deren Tätigkeit eine Verbindung zur Kapitalmarktkommunikation des Emittenten innewohnt oder die mit Insiderinformationen in Berührung kommen. Dies kann nach den Vorschriften über Directors' Dealings konkretisiert werden (§ 15a Abs. 2 WpHG).¹⁰⁴ Betroffen ist insbesondere die Leitung einer Abteilung „Investor Relations“, aber auch diejenigen Personen, die für die Organisation eines reibungslosen Informationsflusses im Unternehmen (auch) im Hinblick auf die Kapitalmarktinformation zuständig sind. Sofern ein Mitglied dieses „Leitungskreises“ der Gesellschaft bewusst oder in einer sich vor den Tatsachen verschließenden, grob fahrlässigen Weise darauf hinwirkt, dass Pflichten aus dem kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnis verletzt werden, kommt es auch dann zur Haftung des Emittenten, wenn einem gesellschaftsrechtlichen Organmitglied insoweit eine grob fahrlässige Verletzung seiner persönlichen Pflichten nicht vorgeworfen werden kann.

d) Sorgfaltspflichten der Organmitglieder

Eine Haftung einzelner Organmitglieder kommt dagegen nur dann in Betracht, wenn diese ihre kapitalmarktrechtliche Treuepflicht dadurch verletzen, dass sie gegen Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses verstoßen, um aus eigennützigen Motiven die Corporate Governance-Mechanismen des Kapitalmarkts zu umgehen.¹⁰⁵ Ziel der persönlichen Haftung ist es, als ultimative Sanktion das einzelne Organmitglied zu einer guten Corporate Governance anzuhalten. Dabei steht außer Frage, dass nicht jede gesellschaftsrechtlich relevante Pflichtverletzung zur kapitalmarktdeliktsrechtlichen Außenhaftung führen kann, sondern nur solche

¹⁰⁴ Zum Kreis der von § 15a Abs. 2 WpHG erfassten Personen siehe *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 886.

¹⁰⁵ Ausführlich oben S. 432 ff.

Pflichten und Funktionen herauszustellen sind, die einen besonderen Kapitalmarktbezug haben.¹⁰⁶

Bei der Bestimmung der Sorgfaltspflicht einzelner Organmitglieder ist zu berücksichtigen, wie die organinterne Pflichtverteilung geregelt ist und welche Art von Pflicht des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses in Rede steht. Keinesfalls können aus dem Kapitalmarktdeliktsrecht weitergehende *Sorgfaltspflichten* abgeleitet werden, als sie den Organmitgliedern bereits gesellschaftsrechtlich obliegen. Sofern etwa innerhalb des Vorstands eine wirksame Geschäftsverteilung besteht, beschränken sich schon gesellschaftsrechtlich die Überwachungspflichten bezüglich der einem anderen Vorstandsmitglied zugewiesenen Angelegenheiten grundsätzlich darauf, ein vorstandsinternes Berichtssystem zu errichten, bei Verdachtsmomenten einzuschreiten und Vorkommnisse und Aktivitäten im Rahmen der Vorstandssitzungen zu verfolgen. Nur im Falle einer krisenhaften Situation bestehen gesteigerte Überwachungspflichten.¹⁰⁷ Im Rahmen des Kapitalmarktdeliktsrechts ist zusätzlich erforderlich, dass die Verletzung dieser Pflichten eine Angelegenheit betrifft, deren Relevanz für die Preisbildungsfunktion des Kapitalmarkts bereits ohne weitere Nachforschungen nahe liegend ist. Anderenfalls würde durch die Statuierung dieser mit einer persönlichen Außenhaftung bewehrten Pflichten ein Fehlreiz entstehen, zu stark auf Gegenstände zu fokussieren, die nicht in den eigenen Hauptaufgabenbereich fallen; dadurch würde die Balance zwischen Geschäftsführungsfreiheit und kapitalmarktlicher Kontrolle gestört.

IV. Exemplarische Fallgruppen der Sorgfaltspflichten

Im Folgenden soll versucht werden, beispielhaft für einige Fallgruppen zu zeigen, wie die kapitalmarktdeliktsrechtlichen Sorgfaltspflichten zu konkretisieren sind, sprich, welche Anforderungen an Emittenten, Organwalter und Marktintermediäre zu stellen sind, um deren Verhalten trotz objektiven Verstoßes gegen eine der oben dargestellten drittschützenden Pflichten¹⁰⁸ nicht als grob fahrlässig anzusehen.

1. Verhinderung des pflichtwidrigen Unterlassens einer Ad-hoc-Mitteilung: Kapitalmarktbezogene Compliance-Organisation

Die Haftung für unterlassene oder verspätete Ad-hoc-Mitteilungen war häufig Mittelpunkt der Diskussion um die zivilrechtliche Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Publizitätspflichten, da die Gefahr gesehen wurde, dass Anlegeranwälte regelmäßig im Anschluss an das Bekanntwerden po-

¹⁰⁶ Vgl. *Grotheer*, WM 2005, 2070, 2078.

¹⁰⁷ Ausführlich *Fleischer*, NZG 2003, 449, 453 ff. Siehe auch S. 441.

¹⁰⁸ Siehe oben S. 237 ff.

tentiell kursrelevanter Umstände Klage erheben könnten mit der Argumentation, es sei eine Ad-hoc-Mitteilung erforderlich gewesen bzw. die ergangene Ad-hoc-Mitteilung sei zu spät veröffentlicht worden.¹⁰⁹ Die Berechtigung dieses Einwands hängt entscheidend davon ab, welche Sorgfaltsanforderungen die Gerichtspraxis an die Emittenten stellt, die gemäß § 37b Abs. 2 WpHG den Entlastungsbeweis führen müssen, dass eine tatsächliche Unterlassung oder Verspätung nicht auf grober Fahrlässigkeit beruhte.

a) Eignung der Ad-hoc-Publizität zur exemplarischen Darstellung kapitalmarktrechtlicher Compliance-Anforderungen

Der Fall der unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung ist deshalb besonders interessant, da hier neben rechtlichen Beurteilungsfehlern im Rahmen der Tatbestandsmerkmale – etwa bezüglich der Voraussetzungen einer Befreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG¹¹⁰ – auch tatsächliche Unkenntnis der für die Ad-hoc-Publizität verantwortlichen Stellen hinsichtlich des Eintritts eines kursrelevanten Umstands Ursache einer unterbliebenen Meldung sein kann. Dies leitet über zum allgemeinen Problem der Wissensaufspaltung, also des Auseinanderfallens von Handelndem und Wissendem.¹¹¹ In Anbetracht der oben aufgestellten Leitlinien für Sorgfaltspflichten der Organwalter persönlich¹¹² erscheint in einer Konstellation tatsächlicher Unkenntnis von einer Insiderinformation eine persönliche Organaußenhaftung nur unter ganz besonderen Umständen angebracht. Solchen Situationen vorzubeugen ist vielmehr Kernbereich der Sorgfaltspflichten des Emittenten. Konkret zu verwirklichen sind diese im Rahmen der sog. Compliance.

b) Pflicht zur Errichtung einer Compliance-Organisation

Der Begriff Corporate Compliance (kurz: Compliance) bezeichnet organisatorische Maßnahmen, die gewährleisten sollen, dass sich die Aktiengesellschaft und die für diese handelnden Personen rechtmäßig verhalten.¹¹³

¹⁰⁹ Für ein praktisches Beispiel siehe die Musterklage gegen DaimlerChrysler nach Bekanntgabe des Ausscheidens des Vorstandsvorsitzenden Schrempp BGH ZIP 2008, 639; zuvor OLG Stuttgart ZIP 2007, 481.

¹¹⁰ Hier empfiehlt sich zur Entlastung die Einholung einer rechtsgutachterlichen Stellungnahme, vgl. *Rückert/Kuthe*, in: *Kuthe/Rückert/Sicking*, *Compliance Hdb. Kapitalmarktrecht* (2004), S. 155.

¹¹¹ Dazu umfassend *Buck*, *Wissen und juristische Person* (2001), S. 312 ff. Zum Problem der privaten Kenntniserlangung durch Organwalter oder Mitarbeiter *Buck-Heeb*, *WM* 2008, 281.

¹¹² Siehe oben S. 475 f.

¹¹³ *Bürkle*, *BB* 2005, 565; *Eisele*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, *Bankrechts-Hdb.*³ (2007), Bd. II, § 109 Rn. 1; *Hauschka*, *NJW* 2004, 257. Für einen erweiterten Compliance-Begriff, der nicht lediglich auf Rechtseinhaltung, sondern auf Integrität

Gesellschaftsrechtlich wird die Compliance im Rahmen des Überwachungssystems nach § 91 Abs. 2 AktG sowie bei der Unternehmensorganisationspflicht nach § 130 OWiG diskutiert, die allerdings beide nach bisher h.M. keine Pflicht zur Einrichtung eines Compliance-Systems enthalten.¹¹⁴ Der Prüfungsstandard IDW PS 340,¹¹⁵ nachdem der Abschlussprüfer gemäß § 317 Abs. 4 HGB die Funktionsfähigkeit des nach § 91 Abs. 2 AktG einzurichtenden Überwachungssystems zu überprüfen hat, behandelt die Beachtung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten jedenfalls nicht. Allerdings lautet Ziff. 4.1.3 des Corporate Governance Kodex nach der Revision 2007 nunmehr: „Der Vorstand hat für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen und wirkt auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hin (Compliance).“¹¹⁶ Dies legt nahe, zumindest für börsennotierte Unternehmen eine Pflicht zur Einrichtung eines Compliance-Systems anzunehmen.¹¹⁷ Nach dem Regierungsentwurf des BilMoG sollen weitere Berichtspflichten über das Risikomanagementsystem für „kapitalmarktorientierte“ Gesellschaften eingeführt werden.¹¹⁸

Jenseits der Fragen, ob es eine solche generelle organisationsrechtliche Verpflichtung gibt und ob die Überwachung der Einhaltung kapitalmarktrechtlicher Publizitätsvorschriften Teil des nach § 91 Abs. 2 AktG einzurichtenden Risikofrüherkennungssystems ist,¹¹⁹ entspricht es der ganz h.M., dass den Emittenten im Rahmen seiner Sorgfaltspflichten die Pflicht trifft, dem Missbrauch von Insiderinformationen durch organisatorische Maßnahmen zu begegnen.¹²⁰ Daher bedarf es für den Entlastungsbeweis

gerichtet ist *Monika Roth*, Compliance, Integrität und Regulierung (2005), S. 45 ff. Daneben erlegt § 33 WpHG den Wertpapierdienstleistungsunternehmen spezielle Organisationspflichten auf, die besondere Compliance-Anforderungen begründen. Dazu *Lösler*, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern (2003), S. 162 ff. Seit dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz enthält § 33b WpHG zudem spezielle Organisationspflichten zur Verhinderung von Insiderhandel durch Mitarbeiter von Finanzdienstleistungsunternehmen.

¹¹⁴ *Hauschka*, ZIP 2004, 877, 878; *Kort*, in: Großkomm. AktG⁴ (2006), § 91 Rn. 65; a.A. *Uwe H. Schneider*, ZIP 2003, 645, 648.

¹¹⁵ IDW PS 340, Die Prüfung des Risikofrüherkennungssystems nach § 317 Abs. 4 HGB, WPg 1999, 658.

¹¹⁶ Außerdem wird Compliance jetzt erwähnt in Ziff. 3.4 (Information des Aufsichtsrats über die Compliance) und Ziff. 5.3.2 (Compliance als Aufgabe des Audit Committees im Aufsichtsrat).

¹¹⁷ *Bürkle*, BB 2007, 1797.

¹¹⁸ Vgl. *Hommelhoff/Mattheus*, BB 2007, 2787 (zum Referentenentwurf).

¹¹⁹ Zum Verhältnis von Corporate Governance, Risikomanagement und Compliance *Kort*, NZG 2008, 81 f.

¹²⁰ *Fleischer*, AG 2003, 291, 299; *Hopt*, in: Großkomm. AktG⁴ (1999), § 93 Rn. 174 f. Allgemein zu den Pflichten bei Delegation, *Eidam*, Unternehmen und Strafe³ (2008), Rn. 1097 ff.

nach § 37b Abs. 2 WpHG der Darlegung einer auf die Erfassung von Insiderinformationen gerichteten Unternehmensorganisation.

c) Inhaltliche Anforderungen an kapitalmarktrechtliche Compliance

Wie eine solche Compliance-Organisation auszusehen hat, ist bisher wenig behandelt.¹²¹ Standards gesetzt hat das US-amerikanische Recht mit der Einführung von sec. 404 SOA, der die Emittenten zur Einrichtung eines internen Finanzkontrollsystems verpflichtet.¹²² Dadurch entsteht allerdings ein erheblicher Implementierungsaufwand,¹²³ der einer der Hauptkritikpunkte am SOA geworden ist. Für das deutsche Aufsichtsrecht enthält der Emittentenleitfaden der BaFin folgende Vorgaben:

„Der Emittent ist verpflichtet, organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine notwendige Veröffentlichung unverzüglich durchzuführen. Hierzu gehört u. a., dass bei vorhersehbaren Insiderinformationen entsprechende Vorarbeiten geleistet werden, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden. Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entsteht, die nicht berechtigt ist, über die Veröffentlichung zu entscheiden, muss durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt sein, dass die Information unverzüglich einer entscheidungsberechtigten Person oder Gremium zugeleitet wird. Dem Emittenten bleibt Zeit, mögliche Auswirkungen eines Ereignisses sorgfältig daraufhin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt. Notfalls ist der Emittent angehalten, sich des Rates von Experten zu bedienen. Eine Grenze ist bei rechtsmissbräuchlichem Verhalten zu ziehen.“¹²⁴

Bei der Umsetzung wird ein dreistufiges Vorgehen empfohlen:¹²⁵ Festlegung der Unternehmensbereiche, in denen damit gerechnet werden kann, dass kursrelevante Umstände in Erscheinung treten; Bereithalten organisatorischer Vorkehrungen für deren Feststellung und sofortige Weiterleitung an die Geschäftsleitung – konkretisiert durch Compliance Handbuch, Festlegung von Meldewegen und turnusmäßige Mitarbeiterbelehrung –; Sicherstellung einer sofortigen Entscheidung der Geschäftsleitung darüber,

¹²¹ Allgemein zum Aufbau einer Compliance-Organisation *Rodewald/Unger*, BB 2007, 1629, 1630 ff.; siehe auch *Bantleon/Thomann*, DStR 2006, 1714. Zum Aufbau interner Kontrollsysteme *Menzies*, Sarbanes-Oxley Act (2004), S. 73 ff. Zur Pflicht zur Wissensorganisation *Buck-Heeb*, in: Hauschka, Corporate Compliance (2007), § 3 Rn. 15 ff.

¹²² Dazu *Wolf*, DStR 2006, 1995, 1999 f. Zur Umsetzung dieser Vorgaben durch deutsche Emittenten *Nicklisch*, Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act auf die deutsche Corporate Governance (2007), S. 146 ff.

¹²³ *Arbeitskreis „Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V.*, BB 2004, 2399. Vgl. auch die Praxisberichte der Compliance-Verantwortlichen deutscher Emittenten mit Listing in den USA in *Menzies*, Sarbanes-Oxley Act (2004), S. 285 ff.

¹²⁴ Nr. IV.6.3 des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005). Zur Zuziehung fachkundigen Expertenrats ausführlich *Binder*, AG 2008, 274.

¹²⁵ *Klöpper*, in: Hauschka, Corporate Compliance (2007), § 11 Rn. 50.

ob es sich um eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation handelt und ggf. sofortige Veranlassung der Veröffentlichung und Überprüfung des Insiderverzeichnisses.

Anhaltspunkte dafür, welche Unternehmensbereiche besonders betroffen sein könnten, bietet wiederum der Emittentenleitfaden der BaFin, der bei den Insiderverzeichnissen die Bereiche Vorstand, Aufsichtsrat, Rechtsabteilung, Controlling und Finanzen, Public- oder Investor-Relations sowie die Compliance-Abteilung selbst nennt.¹²⁶ Im Regelfall werden je nach Aufbau des Unternehmens weitere Bereiche betroffen sein.¹²⁷ So sind auch Abteilungen wie Forschung und Entwicklung in die Berichtspflichten einzubinden, da die dort geschaffenen Informationen regelmäßig erheblichen Einfluss auf die zukünftigen Ertragsaussichten des Emittenten haben.

d) Folgerungen für den Entlastungsbeweis

aa) Compliance-Organisation als Voraussetzung einer Entlastung

Für den Fall des Entlastungsbeweises nach § 37b Abs. 2 WpHG lässt sich daraus ableiten, dass ein Emittent, der diese Mindestanforderungen an die Unternehmensorganisation nicht umgesetzt hat, per se grob fahrlässig handelt. Der enge Zusammenhang zwischen den kapitalmarktrechtlichen Pflichten und der Corporate Governance rechtfertigt es, einem Emittenten, der die grundlegenden organisatorischen Voraussetzungen für eine Notierung am regulierten Markt nicht schafft, allein deshalb den Entlastungsnachweis zu versagen. Dies gilt unabhängig davon, ob dem konkret handelnden Mitarbeiter, der für die unterbliebene oder verspätete Information verantwortlich ist, eine grobe Verletzung seiner Pflichten vorzuwerfen ist. Weil den Emittenten die Beweislast trifft, folgt daraus de facto eine Dokumentationspflicht für alle relevanten Compliance-Maßnahmen.¹²⁸

bb) Pflichtverletzungen bei bestehender Compliance-Organisation

Besteht allerdings eine den beschriebenen Mindestanforderungen entsprechende Unternehmensorganisation, so wird zu differenzieren sein. Handelt es sich um eine Information aus einem Bereich des Unternehmens, der als nicht besonders kapitalmarktrelevant eingestuft wurde und ist diese Einstufung auch in Anbetracht des Unternehmensaufbaus vertretbar, so kann sich der Emittent entlasten, wenn er nachweist, dass die Verzögerung gerade auf Fehler zurückzuführen ist, die durch die ungeschulten Mitarbeiter dieses Unternehmensbereichs begangen wurden.

¹²⁶ Nr. VII.4.1.2 des Emittentenleitfadens der BaFin (Stand: 15. Juli 2005).

¹²⁷ Beispiele bei Klöpffer, in: Hauschka, Corporate Compliance (2007), § 11 Rn. 54.

¹²⁸ Vgl. Rodewald/Unger, BB 2006, 113, 115.

Handelt es sich dagegen um einen Fehler innerhalb der für die Kapitalmarktkommunikation zuständigen Unternehmensbereiche, erfordert eine Entlastung die genaue Darlegung, an welcher Stelle von den organisatorischen Regelanforderungen abgewichen wurde, und dass gerade dieses Abweichen für die Verzögerung kausal geworden ist. In einem zweiten Schritt kommt es darauf an, ob die Abweichung durch einen leitenden Mitarbeiter begangen wurde und auf einer lediglich leichten Unachtsamkeit beruhte oder ob im Falle des Handelns einfacher Mitarbeiter diese grundsätzlich sorgfältig waren und regelmäßig überwacht wurden.

cc) Entlastung bei Vorliegen eines Befreiungstatbestands

Da die Kapitalmarkthaftung erst bei grober Fahrlässigkeit beginnt, ist eine Entlastung grundsätzlich auch möglich, wenn bewiesen wird, dass die Voraussetzungen für eine Befreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG vorgelegen hätten und auch die sonstigen Voraussetzungen (insbesondere die Gewährleistung der Vertraulichkeit nach § 7 WpAIV) vorlagen. Zwar erfordert die Befreiung grundsätzlich eine explizite unternehmerische Entscheidung,¹²⁹ so dass bei Fehlen eines solchen Beschlusses die Verzögerung nicht rechtmäßig ist und auch die Kausalität der Pflichtverletzung für den Schaden nicht geleugnet werden kann. Allerdings erfordert in dieser Konstellation der Schutzzweck des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses nicht unbedingt eine Haftung, weil die Veröffentlichung auch rechtmäßig hätte unterbleiben können.

Daher stellt es regelmäßig keine besonders grobe Verletzung der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt dar, wenn lediglich der Beschluss nach § 15 Abs. 3 WpHG versäumt wird, sofern entweder der Beschluss oder die Veröffentlichung nachgeholt wird, *bevor* die Information Dritten zur Kenntnis gelangt ist. Konnte allerdings die Vertraulichkeit nicht gewahrt werden, stellt die zuvor bestehende theoretische Möglichkeit einer Befreiungsentscheidung keine Entlastungsmöglichkeit dar, denn in Folge eines Beschlusses nach § 15 Abs. 3 WpHG muss der Emittent auch besondere Vorkehrungen zur Gewährleistung der Geheimhaltung nach § 7 WpAIV treffen, die bei fehlendem Befreiungsbeschluss regelmäßig gerade nicht getroffen werden.

2. Pflichten bei außerordentlicher Überbewertung der eigenen Aktien

Wie oben ausgeführt, kann es im Einzelfall zu Marktphasen kommen, in denen der Kurs von Wertpapieren, insbesondere Aktien, derart stark von jedem in Kenntnis der tatsächlichen Unternehmensplanung bei noch so optimistischer Prognose errechenbaren Fundamentalunternehmenswert ab-

¹²⁹ Zutreffend U.H. Schneider/Gilfrich, BB 2007, 53, 54 f.

weicht, dass allein das Wissen um die interne Cashflow-Planung und damit um diese Diskrepanz eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellt.¹³⁰

Im Folgenden soll untersucht werden, welche Sorgfaltspflichten einen Emittenten in diesem Zusammenhang treffen. Dabei geht es zunächst um die Frage, ob aus den Sorgfaltspflichten eine Pflicht zur Selbstvergewisserung bezüglich der eigenen Bewertung und ihrer möglichen Diskrepanz zum Börsenkurs abzuleiten ist. In einem zweiten Schritt ist dann – unabhängig von der Beantwortung der ersten Frage – zu entwickeln, welche Sorgfaltspflichten eine aus welchem Grund auch immer erkannte Diskrepanz in der Bewertung auslösen.

a) Pflicht zur Überprüfung der Angemessenheit des Börsenkurses

Die Pflicht, sich der eigenen Fundamentaldaten zu vergewissern, kann letztlich nur als Ausfluss einer allgemeinen Pflicht zur Unternehmensplanung verstanden werden. Insoweit verpflichtet § 90 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG den Vorstand allerdings nur, dem Aufsichtsrat über grundsätzliche Fragen der Unternehmensplanung zu berichten; ob und in welchem Umfang überhaupt eine Pflicht zur Unternehmensplanung selbst besteht, ist aber umstritten.¹³¹ Bei börsennotierten Gesellschaften dürfte dieser Streit allerdings eher theoretischer Natur sein, da die Komplexität derartiger Unternehmungen eine gewisse Formalisierung voraussetzt, die nur durch eine Feststellung der Ziele und der dazu erforderlichen Maßnahmen zu erreichen sein wird.¹³² Dabei wird es regelmäßig auch zu einer gesamtunternehmensbezogenen Ergebnis- und Finanzplanung kommen, die unter anderem auch Grundlage für die Planung zukünftiger Ausschüttungen an die Kapitalgeber sowie zukünftiger Investitionsprojekte ist, welche zu späteren Ausschüttungen führen können.¹³³ Da nach dem Dividendenmodell der Wert einer Aktie dem Nettobarwert der zu erwartenden ausschüttungsfähigen Cash-Flows entspricht,¹³⁴ werden die für eine Aktienbewertung relevanten Kennzahlen im Regelfall periodisch erhoben werden. Der tatsächliche Bewertungsvorgang wird dagegen nicht regelmäßig Teil der unternehmensinternen Finanzplanung sein.

Es stellt sich daher die Frage, ob sich aus den kapitalmarktrechtlichen Sorgfaltspflichten eine Pflicht zur internen Aktienbewertung ableiten lässt.

¹³⁰ Oben S. 263 ff.

¹³¹ Dafür z.B. *Kropff*, NZG 1998, 613; *Lutter*, AG 1991, 249, 250 f; dagegen etwa *Kallmeyer*, ZGR 1993, 104, 107 f.

¹³² Vgl. *Leyens*, Information des Aufsichtsrats (2006), S. 371.

¹³³ *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 101 ff.

¹³⁴ Siehe oben S. 112.

Dies wird im Regelfall zu verneinen sein, denn nach § 15 WpHG besteht eine Pflicht, kursrelevante nicht öffentlich bekannte Umstände zu veröffentlichen, nicht aber, solche Umstände zu schaffen. Etwas anderes kann allerdings gelten, wenn die Marktkapitalisierung um mehr als 100 % über einem voraussichtlichen fairen Marktwert liegt.¹³⁵ Eine derart krasse Fehlbewertung kann dem Management nicht verborgen bleiben und kann unter keinen Umständen mehr mit seriösen Erwartungen der Unternehmensführung übereinstimmen. Wenn also der Marktwert eine Dimension angenommen hat, die bei überschlägiger Berechnung unter keinem denkbaren Gesichtspunkt von der Größenordnung her mehr gerechtfertigt sein kann, verdichten sich die kapitalmarktrechtlichen Treuepflichten des Vorstands zur Pflicht, einen Unternehmenswert auf Grundlage der zur Verfügung stehenden Finanzplanungsdaten zu berechnen. Ein weiterer Anlass für die Vornahme einer solchen Kontrollbewertung kann eine Warnung durch die Ad-hoc-Mitteilung eines Konkurrenten sein. Wenn ein ähnlich bewertetes Vergleichsunternehmen der Auffassung ist, fundamental überbewertet zu sein, impliziert dies verstärkten Prüfungsbedarf, der sich im Einzelfall zu einer Pflicht zur Unternehmensbewertung verdichten kann.

b) Pflicht zur Veröffentlichung einer erheblichen Bewertungsdifferenz

Unabhängig von einer solchen Unternehmenswertermittlungspflicht folgt aber aus der Veröffentlichungspflicht des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG die Verpflichtung, eine tatsächlich festgestellte Divergenz zwischen Börsenkurs und interner Einschätzung des Unternehmenswertes zu veröffentlichen. Selbstverständlich gilt dies nicht für jede Abweichung im einstelligen Prozentbereich. Es ist vielmehr der Führung börsennotierter Gesellschaften immanent, dass die Unternehmensleitung die Situation des Emittenten anders (zumeist positiver) als der Markt einschätzt. Wenn es allerdings zu einer erheblichen Abweichung von 50 % oder mehr kommt (der Markt mit anderen Worten einen Unternehmenswert zugrunde legt, der 1,5-mal so groß ist wie die Annahme des Managements), ist nicht nur die Schwelle zur Kursrelevanz spätestens überschritten, sondern muss auch davon ausgegangen werden, dass diese Information als nicht öffentlich bekannt und damit als Insiderinformation einzustufen ist.

3. Sorgfaltspflichten bei mündlichen Äußerungen

Besonders umstritten ist die Haftung für mündliche Äußerungen, insbesondere im Rahmen von Hauptversammlungen, aber auch in Pressekonfe-

¹³⁵ Vgl. *Jensen*, 34 (1) *Fin. Manage.* 5, 10 et seq. (2005) wonach etwa Enron eine Marktkapitalisierung von \$ 70 Milliarden aufwies, bei einem geschätzten Unternehmenswert von \$ 30 Milliarden.

renzen, öffentlichen Talkshows und bei ähnlichen Gelegenheiten. In diesen Situationen wird eine besonders große Gefahr fahrlässigen Fehlverhaltens gesehen.¹³⁶

Einen ersten Schutz bietet hier der Verschuldensmaßstab grobe Fahrlässigkeit. Dadurch löst nicht jede fehlerhafte Äußerung sofort den kaum zu widerlegende Anschein schuldhaften Handelns aus, sondern wird dem Emittenten vielmehr ermöglicht, die Vermutung des Verschuldens durch den Nachweis der Einhaltung von Mindeststandards zu entkräften. Des Weiteren sind nur solche mündliche Äußerungen haftungsrelevant, die kursbeeinflussend wirken. Damit scheidet alle zur Schaffung von Anfechtungsgründen vorgeschobenen Bagatellfragen – etwa zu Urlaubsreisen von Organwaltern und ähnliches – von vornherein aus dem Anwendungsbereich des Kapitalmarktdeliktsrechts aus. Auf der anderen Seite dürfen bei der öffentlichen Stellungnahme zu kursrelevanten Umständen den Organen auch besondere Sorgfaltspflichten abverlangt werden.

a) Äußerungen auf der Hauptversammlung

Eine erste Annäherung ermöglichen die Regeln über die Auskunftserteilung an die Aktionäre nach § 131 AktG. Für die Auskunftserteilung im Rahmen von Hauptversammlungen ist es allgemeine Ansicht, dass der Vorstand die Beantwortung zu erwartender Fragen angemessen vorbereiten muss.¹³⁷ Dazu ist bei Publikumsgesellschaften auch erforderlich, während der Hauptversammlung ein “back office” zu unterhalten, das die zur Beantwortung der mutmaßlich gestellten Fragen erforderlichen Daten und Informationen parat hält.¹³⁸ Auf der anderen Seite hat der BGH dem Vorstand das Recht zuerkannt, die Beantwortung einer Frage zu verweigern, die der Aktionär nicht zuvor angekündigt hat und deren Beantwortung dem Vorstand in der Hauptversammlung nicht zugemutet werden kann.¹³⁹ Zudem kann die Richtigkeit der Antwort auch sichergestellt werden, indem Unsicherheiten, Prognoserisiken oder die unvollständige Informationsbasis offengelegt werden; eine definitive Aussage, die bestehende Zweifel nicht erkennen lässt, ist in dieser Situation pflichtwidrig.¹⁴⁰

Damit sind auch die Umrise der kapitalmarktdeliktsrechtlichen Sorgfaltspflichten vorgezeichnet: Nicht jede inhaltlich fehlerhafte Antwort

¹³⁶ Siehe oben S. 468.

¹³⁷ Siehe z.B. OLG Düsseldorf AG 1992, 34, 35; *Obermüller/Werner/Winden/Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft⁴ (2001), Rn. G 32.

¹³⁸ Vgl. dazu *Decher*, in: Großkomm. AktG⁴ (2001), § 131 Rn. 252; *Rodewig/Schlitt*, in: Semler/Volhard, Arbeitshdb. Hauptversammlung (1999), Rn. I E 89.

¹³⁹ BGHZ 32, 159, 166.

¹⁴⁰ Vgl. *Obermüller/Werner/Winden/Butzke*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft⁴ (2001), Rn. G 37.

führt zu einer Haftung. War die Antwort vorbereitet und hat nur ein Flüchtigkeitsfehler beim Verlesen den Fehler verursacht, so ist dies im Regelfall noch nicht grob fahrlässig. Entscheidend ist aber, dass der Sprecher nicht Aussagen macht, die inhaltlich nicht von den ihm zur Verfügung stehenden Unterlagen und oder seinem Wissen gedeckt sind, insbesondere Aussagen zuspitzt, Wahrscheinlichkeiten verändert oder mangelnde Tatsachenkenntnis durch vermeintlich definitive Aussagen überspielt. Dies gilt jedenfalls in Bereichen, in denen die Kursrelevanz der veränderten Äußerung auf der Hand liegt.

b) Sonstige mündliche Äußerungen

Diese Wertungen lassen sich in ihren Grundzügen auf sonstige mündliche Aussagen im Investor Relations-Bereich übertragen. Dort sind jedoch verschiedene Formen der Pressearbeit zu unterscheiden.¹⁴¹ der Emittent kann sich mit Presseerklärungen, Newslettern und ähnlichem an die Öffentlichkeit wenden, einzelne Journalisten können Anfragen an die Pressestelle oder im Anschluss an Pressekonferenzen stellen und schließlich können entweder vom Emittenten oder von Pressevertretern initiierte Interviews zustande kommen.

Veranlasst der Emittent von sich aus die Öffentlichkeitsarbeit, indem er Pressemitteilungen veröffentlicht, Pressekonferenzen oder Telefonkonferenzen veranstaltet, bedarf es einer sorgfältigen Planung und Vorbereitung, die inhaltliche Fehler von börsenkursrelevantem Ausmaß grundsätzlich ausschließen muss. Anders als im Bereich der Ad-hoc-Publizität besteht hier aus rechtlicher Sicht auch kein Zwang zur Schnelligkeit, so dass auch bei drängendem öffentlichem Interesse zuerst die Tatsachenbasis dessen geklärt werden muss, was öffentlich verkündet wird.

Bei Anfragen kommt es darauf an, ob vor der Beantwortung hinreichende Zeit zur unternehmensinternen Recherche besteht. Ist dies nicht der Fall, muss der Emittent darlegen, dass stark überwiegende Gesellschaftsinteressen dennoch eine sofortige Reaktion erforderten. Bei Interviews und Nachfragen im Rahmen von Pressekonferenzen besteht in aller Regel die Möglichkeit, die Aussagen auf einen vereinbarten Themenkreis zu beschränken, der dann auch hinreichend gründlich vorbereitet werden kann. Zudem ist es üblich, sich die anschließende Autorisierung seiner Aussagen vorzubehalten, was allerdings ausdrücklich zu vereinbaren ist.¹⁴² Betrifft das Interviewthema einen Bereich, in dem potentiell kursrelevante Aussagen zu erwarten sind, wird man grundsätzlich eine Sorgfaltspflicht dahingehend annehmen müssen, sich die ausdrückliche Autorisierung der eige-

¹⁴¹ Jahn, in: Hauschka, Corporate Compliance (2007), § 30 Rn. 3.

¹⁴² Jahn, in: Hauschka, Corporate Compliance (2007), § 30 Rn. 3.

nen Aussage mit einer hinreichenden Prüfungsfrist vorzubehalten. Insoweit muss unter Umständen auch der Rat der eigenen Kapitalmarktrechtsabteilung oder externer Rechtsberater zur Zulässigkeit einer Veröffentlichung eingeholt werden. Ausnahmen sind wiederum dann denkbar, wenn überragende Gesellschaftsinteressen eine sofortige Stellungnahme etwa zu erheblichen Anschuldigungen gegen den Emittenten verlangen. Im Zweifel gilt aber auch hier der oben für mündliche Aussagen in der Hauptversammlung aufgestellte Grundsatz, dass die getätigten Aussagen in jedem Fall durch den tatsächlichen Kenntnisstand gedeckt sein müssen. Dies nachzuweisen obliegt nach den allgemeinen Beweislastregeln zum Verschulden im Kapitalmarktdeliktsrecht¹⁴³ dem Emittenten.

4. Sorgfaltspflichten der Emissionsbegleiter

Im Folgenden sollen exemplarisch für die Sorgfaltspflichten von Marktintermediären die Pflichten der Emissionsbank im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts untersucht werden. Anknüpfungspunkt ist insoweit die Prospekthaftung nach § 44 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG i.V.m. § 5 Abs. 4 S. 2 WpPG.

Die Emissionsbank ist nicht für die primäre Informationsdarstellung verantwortlich, sondern vielmehr für die Prüfung und Kontrolle sowie ggf. Berichtigung und Ergänzung des ihr vorgelegten Prospektentwurfs.¹⁴⁴ Dies wirft die Frage auf, wieweit die Prüf- und Kontrollpflichten reichen. Probleme ergeben sich einerseits bei der Wissenszurechnung innerhalb von Universalbanken, die den Emittenten nicht nur als Emissionsbegleiter betreuen, sondern auch in anderen Geschäftsbereichen Zugang zu möglicherweise relevanten Informationen haben, andererseits stellt sich ganz allgemein die Frage, ob sich die Emissionsbank auf die zur Verfügung gestellte Informationsgrundlage verlassen darf oder selbst zu eigenen Recherchen verpflichtet ist.

a) Wissenszurechnung bei der Wertpapieremission

Nach ganz h.M. führen die Kenntnisse eines Vertreters der Emissionsbank im *Aufsichtsrat des Emittenten* nicht zu einer Zurechnung des Wissens, das dieser in seiner organschaftlichen Funktion erlangt hat, da dem bereits die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht entgegensteht.¹⁴⁵ Dies ist al-

¹⁴³ Dazu unten S. 540.

¹⁴⁴ *Ellenberger*, Prospekthaftung (2001), S. 46; *Mülbart/Steup*, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung² (2008), § 33 Rn. 99; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 45.

¹⁴⁵ *Assmann*, WM 1996, 1337, 1349; *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 79; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 50. Vgl. auch *Buck-Heeb*, WM 2008, 281, 284; *Kort*, ZIP 2008, 717, 721 f.

lerdings insoweit fraglich, als den Aufsichtsrat auch als Organwalter eine Pflicht trifft, der Veröffentlichung eines fehlerhaften Prospekts entgegenzuwirken. Darüber hinaus ist der Emittent aufgrund des Emissionsvertrags verpflichtet, die Emissionsbank vollständig und wahrheitsgemäß über alle für die Prospekterstellung wesentlichen Umstände zu informieren, so dass in diesem Verhältnis die Vertraulichkeit kein Einwand sein kann.¹⁴⁶

Da die Verquickung von Emittent und Emissionsbank nach außen hin gerade das Signal einer besonders engen Kooperation senden soll, das es dem Emittenten ermöglicht, von der Reputation der Emissionsbank in besonderem Maße zu profitieren, folgt aus der Gatekeeper-Funktion der Emissionsbank, dass sie sich diese enge Kooperation auch haftungsrechtlich zurechnen lassen muss. Formale Probleme der aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflicht lassen sich dadurch lösen, dass sich der Aufsichtsratsvertreter vom Emittenten ausdrücklich für ein Gespräch mit der Emissionsabteilung der Bank von seiner Verschwiegenheitspflicht entbinden lässt. Gewährt der Emittent eine solche Entpflichtung nicht, ist es Ausfluss der Gatekeeper-Funktion, dass die Emissionsbank das Mandat niederlegen muss oder aber im Falle eines Prospektfehlers für die Kenntnis ihres Aufsichtsratsvertreters einzustehen hat.

Ob sich die Emissionsbank das *Wissen anderer Abteilungen*, etwa der Kreditabteilung zurechnen lassen muss, ist umstritten. So wird vertreten, wegen der besonderen Bedeutung der Börseneinführung müsse sich die Emissionsabteilung mit den anderen Bereichen wie M&A und Kreditabteilung zusammensetzen, um sich der vorhandenen Kenntnisse zu versichern.¹⁴⁷ Dagegen werden organisationsrechtliche Einwände geltend gemacht, wonach es gerade Gegenstand der Trennung von Geschäftsbereichen im Sinne von Chinese Walls sei, dass Wissen nicht abteilungsübergreifend weitergeleitet wird.¹⁴⁸ Dem wird jedoch wiederum entgegengehalten, der Emittent habe durch den Abschluss des Emissionsvertrags stillschweigend sein Einverständnis zur Verwertung der bankintern vorhandenen Informationen erteilt.¹⁴⁹

Da der Einrichtung von Chinese Walls eine wichtige Bedeutung für die Vermeidung von Interessenkonflikten in Banken zukommt,¹⁵⁰ wird man nicht einfach von einer Informationspflicht oder einem stillschweigenden Einverständnis ausgehen können. Stattdessen ist der Emissionsbegleiter verpflichtet, sich ausdrücklich vom Emittenten eine Einwilligung zur hausinternen Informationsbeschaffung erteilen zu lassen. Verweigert der Emit-

¹⁴⁶ *Ellenberger*, Prospekthaftung (2001), S. 55.

¹⁴⁷ *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 50.

¹⁴⁸ *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 79.

¹⁴⁹ *Ellenberger*, Prospekthaftung (2001), S. 54.

¹⁵⁰ *Lösler*, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern (2003), S. 73 ff.

tent diese Einwilligung, ist das Anlass, der Emissionsabteilung selbst umfassende Nachforschungspflichten aufzuerlegen, insoweit darf sie sich nicht mit den von Emittenten zur Verfügung gestellten Informationen begnügen.¹⁵¹

b) Pflicht zur Überprüfung der zur Verfügung gestellten Informationen

Dies leitet über zur zweiten Frage, ob sich die Emissionsbank ganz allgemein auf die vom Emittenten zur Verfügung gestellten Informationen verlassen darf. Nach der Gesetzesbegründung zum 3. Finanzmarktförderungsgesetz dürfen Emissionsbegleiter grundsätzlich die vom Emittenten und von Dritten zur Verfügung gestellten Informationen ihrer Prüfung zugrunde legen und sind nur dann im Einzelfall zu weiterer Nachforschung verpflichtet, wenn konkrete Anhaltspunkte für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Unterlagen vorliegen.¹⁵² Entlastende Wirkung kommt diesen Grundsätzen vornehmlich bei der Haftung für unvollständige Prospekte zu. Sofern sich nicht Anhaltspunkte für verschwiegene Informationen aufdrängen, kann sich die Emissionsbank im Regelfall durch Hinweis auf die vom Emittenten zur Verfügung gestellten Unterlagen entlasten. Etwas anderes gilt insbesondere dann, wenn Anlass zur besonderen Prüfung besteht, etwa wenn Ratingagenturen oder die Fachpresse den Emittenten als kritisch einstufen.¹⁵³ Im Bereich der Haftung für unrichtige Angaben bedeutet „Prüfung und Kontrolle“ hingegen, dass die Emissionsbank die inhaltliche Richtigkeit aller wesentlichen Angaben des Prospekts, notfalls durch Konsultation sachkundiger Dritter, überprüfen muss.¹⁵⁴

Hier deutet sich eine Unterscheidung an, die über den Kreis der Emissionsbanken hinaus für alle Marktintermediäre verallgemeinert werden kann: Es kommt darauf an, ob dem betreffenden Marktintermediär primär die Aufgabe der reinen Informationsverarbeitung zukommt,¹⁵⁵ oder ob er darüber hinaus eine materielle Zertifizierungsfunktion wahrnimmt. Auch im zweiten Fall besteht die Funktion von Marktintermediären nicht darin, originär dem Emittenten zugewiesene Pflichten zu übernehmen. Es geht vielmehr im Grundsatz um Pflichten zur Überprüfung der zur Verfügung ge-

¹⁵¹ *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 79.

¹⁵² Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 80.

¹⁵³ *Groß*, Kapitalmarktrecht³ (2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 80; *Vaupel*, WM 2002, 1170, 1176.

¹⁵⁴ Ausführlich *Hopt*, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 191 f. mit einer Mindestcheckliste.

¹⁵⁵ Auch hier können im Einzelfall Nachforschungspflichten bestehen, wenn sie besonders gesetzlich geregelt sind. So z.B. für die Finanzanalysten in § 3 Abs. 2 S. 1 FinAnV, wonach die Zuverlässigkeit von Informationsquellen vor deren Verwendung so weit als mit vertretbarem Aufwand möglich sicherzustellen ist.

stellten Informationen, die sich jedoch zu einer Pflicht auf mindestens stichprobenmäßige Nachforschung verdichten.

5. *Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten: Pflicht zur Einholung von Fairness Opinions?*

Aus dem Bereich der übernahmerechtlichen Pflichten sollen die Sorgfaltspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei der Abgabe der Stellungnahme nach § 27 WpÜG genauer betrachtet werden. Dreh- und Angelpunkt aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft und damit zugleich Mittelpunkt der Pflichten aus § 27 Abs. 1 WpÜG¹⁵⁶ ist die begründete Stellungnahme zur angebotenen Gegenleistung.¹⁵⁷ In diesem Zusammenhang gewinnt in der Praxis die Fairness Opinion einer beauftragten unabhängigen Investmentbank an Bedeutung.¹⁵⁸

a) *Begriff und Inhalt der Fairness Opinion*

Im Gegensatz zu einem detaillierten Unternehmenswertgutachten nach dem Standard IDW S1,¹⁵⁹ das in der zur Verfügung stehenden Zeit von höchstens zwei Wochen¹⁶⁰ nicht erstellt werden kann,¹⁶¹ nimmt diese eine auf die Bedürfnisse einer kapitalmarktausgerichteten Entscheidung zugeschnittene Bewertung vor und beschränkt sich im Ergebnis auf die Gewährung oder Verwehrung des Gütesiegels, der gebotene Preis oder das Umtauschverhältnis sei „fair from a financial point of view“.¹⁶² Grundsätzlich sind die Gesellschaftsorgane in ihrer Stellungnahme nach § 27 WpÜG zu einer eigenständigen Urteilsbildung verpflichtet. Die Einholung einer Fairness Opinion hat somit lediglich unterstützenden Charakter.¹⁶³ Die Fair-

¹⁵⁶ Allgemein dazu oben S. 283 f.

¹⁵⁷ Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 419.

¹⁵⁸ Best Practice-Standards für die (gesetzlich nicht normierte) Fairness Opinion enthalten die „Grundsätze für Fairness Opinions“ der DVFA von September 2007; dazu Schwetzler, in: Essler/Lobe/Röder, Fairness Opion (2008), S. 51 ff. In den USA ist die Einholung einer Fairness Opinion schon länger Standard, vgl. Schaefer/Eichner, NZG 2003, 150, 151.

¹⁵⁹ Dazu Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), Einl v § 1 Rn. 35 ff.

¹⁶⁰ Vgl. OLG Frankfurt AG 2006, 207, 208; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 421.

¹⁶¹ Harbarth, ZIP 2004, 3, 6; Winter/Harbarth, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Hdb. Corporate Governance (2003), S. 475, 506 f. Zum Ablauf einer herkömmlichen Unternehmensbewertung siehe Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung² (2005), S. 15 ff.

¹⁶² Schiessl, ZGR 2003, 814, 822. Auf deutsch hat sich die Formulierung „angemessen“ eingebürgert; siehe etwa die Fairness Opinion der Lehman Brothers Bankhaus AG zum Tauschangebot der UniCredit an die Aktionäre der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG vom 30.8.2005, abrufbar unter <http://press.hypovereinsbank.de/system/galleries/download/ir/20050930_stellungnahme_aufsichtsrat.pdf>.

¹⁶³ DVFA, Grundsätze für Fairness Opinions (2007), S. 8.

ness Opinion sollte deshalb als eigenständiger Teil der Stellungnahme veröffentlicht werden.

b) *Stand der Diskussion*

Im Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen¹⁶⁴ war noch in einem § 14 Satz 1 ÜG-E vorgesehen, nach dem Vorbild von Rule 3.1 des englischen City Code¹⁶⁵ eine Pflicht der Zielgesellschaft (und des Bieters) zur Hinzuziehung geeigneter Berater zu verankern. Aus der späteren Aufgabe dieses Vorschlags¹⁶⁶ wird teilweise darauf geschlossen, das Zielunternehmen sei nicht zur Einholung externen Rats – und damit auch nicht zur Einholung einer Fairness Opinion – verpflichtet.¹⁶⁷ Ganz allgemein wurde in der Anfangszeit des WpÜG vielfach vertreten, Vorstand und Aufsichtsrat müssten sich für die Stellungnahme lediglich aus allgemein zugänglichen Quellen sowie aus der Zielgesellschaft zugänglichen Unterlagen unterrichten.¹⁶⁸

Nach und nach hat sich aber die Erkenntnis durchgesetzt, dass eine Fairness Opinion die Organwalter haftungsrechtlich entlasten kann.¹⁶⁹ Eine solche Entlastung setzt im Rahmen der organschaftlichen Verantwortlichkeit nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG beim Erfordernis des Handelns „auf der Grundlage angemessener Information“ an.¹⁷⁰ Im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht, das für die Ausformung der deutschen Business Judgment Rule im Anschluss an die ARAG/Garmenbeck-Entscheidung Pate gestanden hat,¹⁷¹ ist die Nichtkonsultation eines unabhängigen Gutachters bei Unternehmensverkäufen als eine Fallgruppe pflichtwidrig unterlassener In-

¹⁶⁴ Abgedruckt bei *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 237 ff.

¹⁶⁵ Dieser lautet: “The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advice must be made known to its shareholders”.

¹⁶⁶ Gegen die Forderung zur Streichung bereits *Hopt*, in: FS Koppensteiner (2001), S. 61, 78.

¹⁶⁷ *Hopt*, ZGR 2002, 333, 355; *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 27 Rn. 12.

¹⁶⁸ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG (2002), § 27 Rn. 10 f.; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG¹ (2002), § 27 Rn. 7; a.A. *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002), S. 97 (Pflicht zur Einholung sachverständigen Rats kann im Einzelfall aus § 3 Abs. 2 WpÜG folgen).

¹⁶⁹ *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 49; *Schiessl*, ZGR 2003, 814, 824; *Sickinger*, in: Kuthe/Rückert/Sickinger, Compliance Hdb. Kapitalmarktrecht (2004), S. 350.

¹⁷⁰ Allgemein zur Informationspflicht des Vorstands bei unternehmerischen Entscheidungen *Roth*, Unternehmerisches Ermessen (2001), S. 81 ff.

¹⁷¹ Siehe *Hopt/Roth*, in: Großkomm. AktG⁴ (2006), § 93 Abs. 1 Satz 2, 4 Rn. 2.

formation anerkannt.¹⁷² Diese Wertung kann auf das deutsche Kapitalmarktdeliktsrecht übertragen werden.

c) *Entlastungsfunktion der Fairness Opinion*

Konkret bedeutet dies, dass es Vorstand und Aufsichtsrat selbstverständlich freisteht, ob sie eine Fairness Opinion einholen wollen oder nicht.¹⁷³ Verzichten sie darauf, können sie sich im Haftungsfall aber nicht auf § 93 Abs. 1 S. 2 AktG berufen.¹⁷⁴ Stattdessen müssen sie nach allgemeinen Grundsätzen nachweisen, dass die vorgenommene Bewertung der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters entsprach. Wissenslücken hinsichtlich der anzusetzenden Bewertungsmethoden und -maßstäbe, die bei Einholung einer Fairness Opinion nicht vorlägen, können dabei nicht haftungsentlastend wirken.¹⁷⁵

Auf der anderen Seite basieren auch Fairness Opinions häufig lediglich auf den von der Verwaltung zur Verfügung gestellten tatsächlichen Informationen über das Unternehmen.¹⁷⁶ Insoweit wird man bei Einholung von Fairness Opinions eine Pflicht zur angemessenen Information der bewertenden Investmentbank annehmen dürfen, die allerdings in dem engen Zeitrahmen des § 27 Abs. 3 S. 1 WpÜG ihre (Machbarkeits-)Grenze findet. Verzichtet die Verwaltung auf die Einholung von Fairness Opinions, können daher Fehler im tatsächlichen Bereich, die auch bei Einschaltung einer Investmentbank und pflichtgemäßer Anstrengung¹⁷⁷ mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht zu vermeiden gewesen wären, nicht haftungsverschärfend wirken.

¹⁷² *Smith v. Van Gorkum* 488 A.2d 858, 881 (Del. 1985). Diese Grundsatzentscheidung ist deshalb im vorliegenden Kontext so interessant, weil auch nach dem zugrunde liegenden Recht von Delaware die Einholung einer Fairness Opinion gesetzlich *nicht* gefordert war. Bezogen auf einen auf die Gesetzeslage Bezug nehmenden Anwaltsrat, den die Directors eingeholt hatten, führt das Gericht (a.a.O.) aus: "However, that did not end the matter. Unless the directors had before them adequate information regarding the intrinsic value of the Company, upon which a proper exercise of business judgment could be made, mere advice of this type is meaningless; and, given this record of the defendants' failures, it constitutes no defense here".

¹⁷³ Für die Aufnahme einer entsprechenden Empfehlung in den Deutschen Corporate Governance Kodex aber *Leyens*, JZ 2007, 1061, 1065; *ders.*, Information des Aufsichtsrats (2006), S. 435.

¹⁷⁴ Vgl. *Leyens*, Information des Aufsichtsrats (2006), S. 413.

¹⁷⁵ Ebenso *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG (2005), § 27 Rn. 49; a.A. *Hirte*, in: KK-WpÜG (2003), § 27 Rn. 33 (Hinweis, dass Beurteilung mangels Einholung sachverständigen Rats nicht erfolgen kann, soll genügen).

¹⁷⁶ *Schiessl*, ZGR 2003, 814, 822.

¹⁷⁷ Zur besonderen Beschleunigungspflicht bei der Erarbeitung der Stellungnahme siehe nur OLG Frankfurt AG 2006, 207, 208.

§ 12 Schaden

Zu den im deutschen Schrifttum am meisten diskutierten Fragen der Kapitalmarkthaftung gehört die richtige Berechnung des Schadens. Im Mittelpunkt der Diskussion stand dabei die Berechnung des Schadensersatzes bei Veröffentlichung fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen.¹ Die Frage des ersatzfähigen Schadens ist eng verbunden mit der Kausalität und den Beweisanforderungen, die der einzelne Anspruchsteller im Haftungsprozess zu erfüllen hat.²

I. Zusammenhang zwischen geschütztem Rechtsgut und Schadensumfang

Zur Annäherung an die Problematik soll die Berechnung des Schadensumfangs zunächst an die allgemeinen Grundsätze des ersatzfähigen Schadens im Rahmen der deliktischen Haftung zurückgebunden werden.

1. Grundsatz der Naturalrestitution

Bei der allgemein-deliktischen Haftung (§§ 823 ff. BGB) richtet sich die Bestimmung des ersatzfähigen Schadens nach den allgemeinen Regeln der §§ 249 ff. BGB.³ Danach ist der Geschädigte so zu stellen, wie er ohne das haftungsbegründende Ereignis stünde, § 249 Abs. 1 BGB. Weil es im Deliktsrecht um das Verbot schädigenden Verhaltens geht, richtet sich der Schadensersatzanspruch aus einer unerlaubten Handlung grundsätzlich auf das negative Interesse, also den Zustand ohne die schadensbringende Handlung, nicht aber auf Herstellung eines irgendwie gearteten Erfüllungszustands. Dies gilt, wie der BGH überzeugend entschieden hat, selbst dann, wenn zwischen Geschädigtem und Schädiger vertragliche Beziehungen bestanden haben.⁴

¹ Einen Überblick über die Diskussion vermittelt *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 7 Rn. 33 ff., 52 f.

² Dazu unten S. 518 ff. und S. 541 ff.

³ *Lange/Schiemann*, Schadensersatz³ (2003), S. 2; *Sprau*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008), Einf v § 823 Rn. 17; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 311.

⁴ BGH NJW 2000, 2669, 2670 (nicht abgedruckt in BGHZ 144, 343); BGH NJW 1998, 983, 984.

Welcher Schaden entstanden ist, bestimmt sich h.M. zufolge nach der Differenzhypothese.⁵ Dazu ist der hypothetische Rechtsgüterstand zu ermitteln, der ohne das schädigende Ereignis bestünde.⁶ Weil eine Haftung, die sämtliche derart ermittelten Schäden erfasste, aber viel zu weit reichen würde, entspricht es allgemeiner Ansicht, dass es wertender Einschränkungen insbesondere durch den Schutzzweck der verletzten Norm bedarf.⁷ Bezugspunkt bei der Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB ist der Schutzzweck des verletzten Schutzgesetzes, der die Haftung im Sinne eines sachlich-gegenständlichen Schutzbereichs eingrenzt, so dass nur für solche (Folge-)Schäden, die durch die Verletzung von spezifisch durch die Norm geschützten Rechten oder Rechtsgütern, also gewissermaßen durch eine Primärschädigung, vermittelt sind, gehaftet wird.⁸ Die Aussage, es sei Naturalrestitution zu gewähren, ist daher solange gehaltlos, wie nicht zunächst das geschützte (Primär-)Rechtsgut des Kapitalmarktdeliktsrechts bestimmt ist.

2. Bezugspunkt des negativen Interesses

a) Grundsatz: Schutz der Integrität des Preisbildungsmechanismus

Wie bereits oben ausführlich entwickelt wurde, dienen die drittschützenden Pflichten des öffentlichen Kapitalmarktrechts dem Schutz der Preisintegrität und indirekt damit der Sicherung kapitalmarktbasierter Corporate Governance-Mechanismen.⁹ Nicht geschützt ist dagegen die individuelle Anlageentscheidung einzelner Anleger; diese zu gewährleisten ist vielmehr (bei professionellen Anlegern) eigene Angelegenheit und bei Privatanlegern die Aufgabe der Anlageintermediäre wie Anlagevermittler, Anlageberater, Vermögensverwalter, Broker und Banken, die diese Funktionen wahrnehmen.¹⁰ Für die Bestimmung des ersatzfähigen Schadens ist daher allein die Preisintegrität relevant und zwar sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt.¹¹

Dass sich diese Erkenntnis für den Primärmarkt noch nicht recht durchgesetzt hat, liegt wohl vor allem daran, dass die Ausgestaltung des noch offenen Schadensersatztatbestands bei der Prospekthaftung nach § 45

⁵ Ausführlich *Larenz*, Schuldrecht I¹⁴ (1987), § 29 I a) (S. 480 ff.).

⁶ *Oetker*, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 249 Rn. 19.

⁷ Siehe nur *Heinrichs*, in: Palandt, BGB⁶⁷ (2008) Vorb v § 249 Rn. 62. Siehe auch oben S. 68.

⁸ *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung (1998), S. 250 f.

⁹ Oben S. 173 f. und S. 186 ff.

¹⁰ Oben S. 176 f.

¹¹ So auch *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 89 ff., 130 ff. Zur Gefahr der Überkompensation bei Rückabwicklung der Transaktion instruktiv *Wagner*, ZGR 2008, III 4 (im Erscheinen).

BörsG a.F.,¹² die dann im Zuge der Reform durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz in die jetzige Gesetzesformulierung gegossen wurde, aus einer Zeit stammt, in der marktliche Preisfindungsverfahren am Primärmarkt unbekannt waren. Das auf Angebot und Nachfrage basierende Bookbuilding-Verfahren wurde 1994 erstmals in Deutschland praktiziert.¹³ Erst ein solches Emissionsverfahren ermöglicht eine auf der Beeinflussung des Emissionspreises basierende Schadensberechnung. Der ersatzfähige Schaden besteht dann wie am Sekundärmarkt in der Differenz zwischen dem tatsächlich bezahlten Preis und demjenigen Preis, der sich bei pflichtgemäßem Verhalten des Haftpflichtigen gebildet hätte. Diese Form der Schadensberechnung wird als „Differenzschadensersatz“ oder „Kompensation“ bezeichnet, während die Rückgängigmachung des Geschäfts durch Übernahme der Finanzinstrumente gegen Erstattung des gezahlten Preises „Rückabwicklungsschadensersatz“ oder „Restitution“ genannt wird.¹⁴

Genau genommen stellt die Preisbeeinträchtigung zunächst einmal die vermittelnde „Primärschädigung“ im Rahmen des § 823 Abs. 2 BGB dar; der eigentliche Schaden entsteht bei einem Kursverlust, wenn die Fehlbeurteilung publik wird.¹⁵ Sollte der Anleger die Finanzinstrumente vor Bekanntwerden der Fehlinformation zum nach wie vor überhöhten Preis weiterverkaufen, stellt sich dies als eine fehlende haftungsausfüllende Kausalität dar.¹⁶

b) Ausnahme bei § 826 BGB?

Der BGH hat im Zuge der Infomatec-Urteile entschieden, der geschädigte Anleger könne nach § 826 BGB Naturalrestitution in Form der Erstattung des gezahlten Kaufpreises gegen Übertragung der erworbenen Aktien verlangen.¹⁷ Diese Rechtsprechung hat weitgehend Zustimmung erfahren.¹⁸ Teilweise wird zwar behauptet, die auf „Rückabwicklung“ gerichtete Rechtsfolge lasse sich nicht aus § 249 Abs. 1 BGB ableiten, weil damit der Haftpflichtige mit dem Sekundärmarktverkäufer gleichgestellt werde, ob-

¹² Grundlegend RGZ 46, 83, 86 f.

¹³ Vgl. *Schanz*, Börseneinführung³ (2007), S. 336 mit Fn. 139.

¹⁴ Vgl. *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 185 ff.

¹⁵ Vgl. im Rahmen des US-Rechts *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341 et seq. (2005) mit Besprechung *Klöhn*, RIW 2005, 728. Für das deutsche Recht siehe § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG.

¹⁶ Siehe unten S. 530.

¹⁷ BGHZ 160, 149, 153; BGH NJW 2004, 2268, 2269; bestätigt in BGH NJW 2005, 2450, 2451. Zuvor bereits *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1655.

¹⁸ *Fleischer*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 7 Rn. 35; *Gottschalk*, DStR 2005, 1648, 1651; *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 133; *Schäfer*, NZG 2005, 985, 990 f.; krit. aber z.B. *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063, 1069.

wohl er selbst gar keine Aktien verkauft habe;¹⁹ es liege daher ein Fall des § 251 Abs. 1 BGB vor, so dass nur Geldersatz verlangt werden könne.²⁰ Diese schadensersatzrechtliche Kritik überzeugt allerdings nicht, da Bezugspunkt der Wiederherstellung das Vermögen des Geschädigten ist²¹ und die Pflicht zur Herausgabe der Aktien nicht auf § 249 Abs. 1 BGB, sondern auf dem Grundsatz des schadensrechtlichen Bereicherungsverbots, wie es der Rechtsgedanke des § 255 BGB zum Ausdruck bringt, beruht.²²

Ausgangspunkt der Rechtsprechung des BGH ist, dass § 826 BGB – anders als § 823 Abs. 2 BGB – hinsichtlich des Schadens begrifflich nicht auf die Verletzung bestimmter Rechte oder Rechtsgüter abstellt: Schaden ist danach nicht nur jede nachteilige Einwirkung auf die Vermögenslage, sondern darüber hinaus jede Beeinträchtigung eines rechtlich anerkannten Interesses und jede Belastung mit einer ungewollten Verpflichtung.²³ Oben wurde bereits ausgeführt, dass dieser Ansatzpunkt im Falle der Kapitalmarkthaftung zu rechtsdogmatischen Brüchen führt, weil der Verstoß gegen eine gesetzliche Vorschrift (etwa § 15 WpHG) gepaart mit einer besonders verwerflichen Gesinnung Ausgangspunkt des haftungsbegründenden Sittenwidrigkeitsurteils ist, so dass allein durch den Hinzutritt eines subjektiven Merkmals die Beschränkung durch die Schutzrichtung der verletzten Norm verloren geht.²⁴ In anderem Zusammenhang gesteht der BGH selbst zu, dass die deliktische Haftung der Aktiengesellschaft an die Verletzung von gesetzlichen Publizitätspflichten anknüpft,²⁵ es sich in der Sache also um eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB handelt.

Im Kapitalmarktdeliktsrecht geht es nicht um die Verletzung general-klauselartig gefasster Fairnessregeln, sondern um die Erfüllung klar definierter gesetzlicher Publizitätstatbestände, die einen spezifischen Schutzzweck verfolgen. Dies unterscheidet die Kapitalmarkthaftung von den oftmals zum Vergleich²⁶ herangezogenen Fällen der Verletzung vorvertraglicher Aufklärungspflichten, in denen im Einzelfall eine Haftung nach § 826 BGB gegeben sein kann.²⁷ Es ist daher nicht anzuerkennen, dass die Verletzung kapitalmarktrechtlicher Pflichten, wenn sie aus verwerflicher

¹⁹ *Dühn*, Schadensersatzhaftung (2003), S. 152 f.; *Geibel*, Kapitalanlegerschaden (2002), S. 113 f.

²⁰ *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063, 1068 f.

²¹ *Leisch*, ZIP 2004, 1573, 1575; *Mülbert/Steup*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung² (2005), § 33 Rn. 221; *Wagner*, ZGR 2008, III 2 (im Erscheinen).

²² BGH NJW 2005, 2450, 2452; *Gottschalk*, DStR 2005, 1648, 1653.

²³ BGHZ 160, 149, 153.

²⁴ Ausführlich oben S. 67 ff.

²⁵ BGH NJW 2005, 2450, 2452 (im Zusammenhang mit der Rechtfertigung der Kapitalmarkthaftung gegenüber der Kapitalerhaltung nach § 57 AktG).

²⁶ So z.B. *Möllers/Leisch*, BKR 2002, 1071, 1072.

²⁷ Vgl. BGH NJW 1982, 2815, 2816.

Gesinnung heraus geschieht (und damit sittenwidrig ist), zum Ersatz von Schäden führen können soll, die gar nicht in den Schutzbereich der verletzen Norm fallen.

Damit ist festzuhalten, dass im Kapitalmarktdeliktsrecht grundsätzlich nur die infolge einer Verletzung der Preisintegrität auftretenden Schäden ersatzfähig sind. Dabei handelt es sich selbstverständlich auch um Naturalrestitution.²⁸

3. Geschütztes Interesse im Übernahmerecht

Fraglich ist, inwieweit diese Grundsätze auf die übernahmerechtliche Haftung übertragen werden können. Selbst wenn man im Ausgangspunkt annimmt, dass auch im Rahmen des § 12 Abs. 1 WpÜG die Differenzhypothese gilt und also ein Vergleich zweier Vermögenslagen mit und ohne fehlerhafter Angebotsunterlage anzustellen ist,²⁹ sagt dies noch nichts darüber, welchen Schutzzweck die Norm verfolgt und in welcher Hinsicht also die Vermögensveränderung relevant ist. Die Gesetzesbegründung zu § 12 WpÜG führt dazu aus: „Der Anspruch richtet sich auf Ersatz des dem Anspruchsberechtigten aus der Annahme des Angebots entstandenen Schadens. Der Wertpapierinhaber kann verlangen, so gestellt zu werden, als hätte er die wahre Sachlage gekannt.“³⁰ Auch damit ist aber nichts darüber gesagt, ob der Schadensersatz durch Rückabwicklung des geschlossenen Vertrags oder in Form eines Differenzbetrags zu leisten ist.

a) Schutz des substituierten Preisbildungsprozesses

Die wohl h.M. im Übernahmerecht befürwortet den Schadensersatz durch Rückgewähr der dem Bieter angedienten Aktien Zug-um-Zug gegen Rückzahlung des Kaufpreises oder Rückübertragung der als Gegenleistung gewährten Bieteraktien.³¹ Dies impliziert, dass die Entscheidungsfreiheit des einzelnen Anlegers in den Mittelpunkt gestellt wird. Im Ansatzpunkt ist daran richtig, dass auch nach hier vertretener Ansicht der Entscheidungsfreiheit einzelner Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmerecht eine

²⁸ *Grigoleit*, Vorvertragliche Informationshaftung (1997), S. 198; *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 129 Fn. 808; *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839, 1840; *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 540; anders offenbar aber *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1870, *Goette*, DStR 2005, 561, 563, *Möllers*, BB 2005, 1637, 1638.

²⁹ So *Paul*, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen (2004), S. 74.

³⁰ Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 43.

³¹ *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG⁴ (2006), § 12 Rn. 58; *Huber*, Haftung für Angebotsunterlagen (2002), S. 258 ff.; *Möllers*, in: *KK-WpÜG* (2003), § 12 Rn. 131 ff.; *Oechsler*, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG (2003), § 12 Rn. 17; anders *Hamann*, ZIP 2001, 2249, 2256 (Rückgewähr oder Geldersatz).

erhöhte Bedeutung zukommt, weil es anders als am Sekundärmarkt an einem informationseffizienten Preisbildungsprozess fehlt. Letztlich dienen aber die übernahmerechtlichen Informationspflichten gerade dazu, einen solchen Preisbildungsprozess möglichst zu substituieren.³² Es ist daher überzeugender, im Einklang mit den allgemeinen Grundsätzen des Kapitalmarktdeliktsrechts auch im Übernahmerecht von einem Schutz des derart geschaffenen Preisbildungsprozesses auszugehen.

b) Bezugspunkt Übernahmeprämie

Bezugspunkt des übernahmerechtlichen Preisbildungsprozesses ist die Übernahmeprämie, also die Summe, die der Bieter oberhalb des vor Veröffentlichung des Angebots bestehenden Sekundärmarktpreises bietet. Durch diese lässt er die Aktionäre der Zielgesellschaft an dem Mehrwert partizipieren, den er durch den Erwerb der Kontrolle meint generieren zu können.³³ Werden dabei wesentliche Umstände, die für die Bestimmung des durch die Übernahme voraussichtlich generierten Mehrwerts wichtig sind, fehlerhaft dargestellt, treffen die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Entscheidung auf einer Grundlage, die ihnen das Angebot positiver erscheinen lässt als es tatsächlich ist. Der gleiche Effekt tritt auf, wenn der Bieter ein Tauschangebot unterbreitet und dabei für die Bewertung der zum Tausch angebotenen Aktien wesentliche Umstände verschweigt oder verfälscht. In beiden Fällen suggeriert die Fehlinformation eine Fairness des Angebots, die in Wirklichkeit nicht gegeben ist.

Das gleiche Konzept liegt auch der Haftung der finanzierenden Bank bei Barangeboten gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG zugrunde. Wenn ein Bieter eine bestimmte Barleistung bietet, ist Grundlage für das Funktionieren des substituierten Preisbildungsprozesses, dass ihm die Aktien der Zielgesellschaft auch tatsächlich zu diesem Preis angedient werden können. Denn ansonsten müsste ein zusätzlicher Unsicherheitsabschlag für die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls eingepreist werden, der es gerade im Falle eines konkurrierenden Angebots wesentlich erschweren würde, eine Vergleichbarkeit herzustellen. Damit werden zugleich unrealistisch hohe Angebote verhindert, die zu einer Verzerrung des Marktes führen würden. Auch der klassische Preisbildungsprozess auf dem Sekundärmarkt funktioniert nur, sofern der entsprechende Markt liquide ist und der den aktuellen Informationsstand aufnehmende Preis tatsächlich am Markt durch eine Transaktion realisiert werden kann. Die Haftung der finanzierenden Bank sichert gleichsam die Liquidität des Übernahmemarktes und gewährleistet so den substituierten Preisbildungsprozess.

³² Siehe oben S. 193 f.

³³ Ausführlich oben S. 191 f.

II. Begrenzung des Schadensumfangs?

1. Volkswirtschaftliche Schäden vs. Individualschäden

Legt man die bisherige Darstellung zugrunde, sind im Prinzip die Grundlinien vorgezeichnet, nach denen im jeweiligen Einzelfall der Schaden eines Anlegers berechnet werden kann. Ausgehend vom Schutzzweck des Kapitalmarktdeliktsrechts, das Anlegervermögen vor Schäden zu schützen, die aus einem Eingriff in den Preisbildungsmechanismus resultieren, erhalten die einzelnen Anleger bei konsequenter Durchsetzung des Rechts so tatsächlich ihre jeweils individuellen Schäden ersetzt.

Ein solcher Ersatzmechanismus kann allerdings unter ökonomischen Gesichtspunkten problematisch sein, wenn die privaten Schäden der einzelnen Anleger oberhalb des volkswirtschaftlichen Verlusts liegen, denn nach rechtsökonomischer Doktrin sollte sich das anzusetzende Sorgfaltsniveau an den zu erwartenden sozialen Schäden orientieren.³⁴ Wenn man dabei volkswirtschaftliche Schäden mit Allokationsschäden gleichsetzt, kommt es am Sekundärmarkt bei Vollkompensation der Vermögensschäden grundsätzlich zu einer Übermaßhaftung.³⁵ Wie aber oben gezeigt wurde, ist es verkürzend, sozial relevante Schäden ausschließlich auf Fehlallokationen zu begrenzen, vielmehr zeitigt die Fehlinformation des Sekundärmarkts eine Reihe weiterer volkswirtschaftlich relevanter Schäden.³⁶ Diese sind allerdings bereits theoretisch schwierig zu messen und noch schwieriger von einem Gericht festzustellen.³⁷

2. Haftungs-Caps bei Haftung aus Gründen der Verhaltenssteuerung

a) Rechtspolitische Notwendigkeit eines Haftungs-Caps

Ein Kapitalmarktdeliktsrecht, das seine Legitimation wesentlich aus rechtsökonomischen Theorien über Verhaltenssteuerung durch (drohende) Haftung herleitet, darf sich nicht einseitig auf die ökonomischen Erkenntnisse stützen, sofern diese zur *Begründung* einer Haftung tauglich sind und dabei die impliziten Einschränkungen außer Acht lassen, die sich aus einer solchen Grundlegung ergeben. Daher ist es *rechtspolitisch* wünschenswert, dass – etwa im Zuge einer vollständigen spezialgesetzlichen Erfassung des Kapitalmarktdeliktsrechts – eine Beschränkung der Schadenshöhe aus Verhältnismäßigkeitsgründen vorgenommen wird. In diesem Sinne sah der

³⁴ *Bishop*, 2 Oxford J. Legal Stud. 1, 4 et seq. (1982); siehe auch oben S. 208 ff.

³⁵ Grundlegend *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 639 (1985).

³⁶ Ausführlich oben S. 142.

³⁷ Dazu allgemein *Shavell*, Foundations of Economic Analysis of Law (2004), p. 240 et seq.

Entwurf des KapInHaG³⁸ in § 37a Abs. 5 WpHG-E für die Organwalterhaftung bei grober Fahrlässigkeit eine Begrenzung in Höhe der vierfachen Bruttojahresvergütung vor. Problematisch ist daran allerdings die Bemessungsgrundlage der Haftungsbeschränkung; indem auf das individuelle Vermögen des Organwalters abgestellt wird, kommt es zu unterschiedlichen Begrenzungen, die weder mit dem eingetretenen Schaden noch mit dem persönlichen Verschulden korrelieren.³⁹

Demgegenüber ist es vorzugswürdig, bei den durch eine Fehlinformation verursachten sozialen Schäden anzusetzen. Im konkreten Zugriff sollten zunächst Allokationsschäden von Umverteilungsschäden geschieden werden. Fehlinformationen des Primärmarkts, durch die der Emittent selbst Kapital zu günstig aufnehmen konnte, sind grundsätzlich voll zu ersetzen, d.h. es ist der volle Differenzbetrag zu ersetzen, welcher der Fehlbewertung entspricht. Bei derartigen Allokationsschäden ist eine Begrenzung der Haftungshöhe nicht zu rechtfertigen, weil sich die Vermögensschäden der Anleger und der soziale Schaden weitgehend decken.

Anderes gilt dagegen bei der Sekundärmarkthaftung. Wenn der Emittent selbst nicht von der Fehlinformation durch eigene Kapitalaufnahme profitiert, kommt es nicht zu direkten Allokationsschäden. Die stattdessen auftretenden sozialen Schäden (insbesondere ineffiziente Unternehmensführung durch Wegbrechen kapitalmarktbasierter Überwachungsmechanismen) sind weitaus schwerer zu messen. Aus pragmatischen Gründen empfiehlt sich daher eine Pauschalierung, deren Ausgestaltung sich insbesondere daran orientieren sollte, dass sie den durch eine schwer berechenbare Haftungshöhe drohenden Gefahren übermäßig risikoaversen Verhaltens⁴⁰ entgegenzuwirken geeignet ist. Anknüpfend an die Haftungsbeschränkung bei der Abschlussprüferhaftung in § 323 Abs. 2 HGB sollten pro Haftungsfall feste summenmäßige Begrenzungen vorgesehen werden,⁴¹ die allerdings von ihrem Umfang andere Dimensionen erreichen sollten als dies bei den Abschlussprüfern (noch) der Fall ist.⁴² Anders als im KapInHaG vorgesehen und von der bisherigen Diskussion aufgenommen, sollte die Haftungsbeschränkung im Falle von Umverteilungsschäden gerade auch dem Emittenten zugute kommen. Daneben sollten auch die Organe davon profi-

³⁸ Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), NZG 2004, 1042.

³⁹ DAV Stellungnahme zum KapInHaG, NZG 2004, 1099, 1102; *Semler/Gittermann*, NZG 2004, 1081, 1085.

⁴⁰ Dazu ausführlich oben S. 391 ff.

⁴¹ So auch § 79 Abs. 5 BörsG-E im Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance, vgl. *Baums*, Bericht der Regierungskommission (2001), Rn. 186.

⁴² Krit. zur Höhe der Haftungscaps bei den Abschlussprüfern *Doralt/Hellgardt/Hopt/Leyens/Roth/Zimmermann*, 67 C.L.J. 62, 64 (2008).

tieren. Ob darüber hinaus eine weitergehende Haftungsbegrenzung für die Organaußenhaftung erforderlich ist, erscheint fraglich. Überzeugender ist es, zu großen Haftungsgefahren mit einer Einschränkung der Fälle zu begegnen, in denen eine persönliche Haftung der Organwalter gegenüber Anlegern überhaupt in Frage kommt.⁴³ Sind die Voraussetzungen einer Organaußenhaftung aber erfüllt, sollte der Organwalter grundsätzlich in demselben Umfang haften wie auch der Emittent selbst.

b) *Verteilungsverfahren zur Durchführung der Haftungsbeschränkung*

Unabhängig von der Berechnung einer Haftungsbeschränkung ist zur effektiven Durchführung der Begrenzung die Einrichtung eines Verteilungsverfahrens erforderlich.⁴⁴ Als Vorbild einer solchen Regelung wird teilweise auf die Schiffsrechtsrechtliche Verteilungsordnung (SVertO) verwiesen.⁴⁵ Dabei handelt es sich um ein vereinfachtes Insolvenzverfahren, das sich auf einen einzurichtenden Haftungsfonds (§ 5 Abs. 1 SVertO) beschränkt und unter der Ägide eines Sachwalters durchgeführt wird (§ 9 SVertO). Dieses Verfahren erscheint allerdings als sehr bürokratisch und kostenaufwändig. Vorzugswürdig wäre daher eine Abwicklung allein über die Hinterlegungsstelle am Amtsgericht.⁴⁶

c) *Kein Haftungs-Cap de lege lata*

Auf Grundlage des geltenden Rechts lassen sich Haftungsbegrenzungen allerdings nur in sehr engen Grenzen verwirklichen. So ist vorgeschlagen worden, die unbegrenzte Schadensersatzpflicht im Falle katastrophaler Schäden, die zu einer ruinösen Haftung führen würden, durch den Rechtsmissbrauchseinwand aus § 242 BGB zu begrenzen.⁴⁷ Dieser letztlich auf die Art. 1 und 2 GG zurückgehende Vorschlag dürfte allerdings von vornherein nicht auf juristische Personen Anwendung finden, da hier das Insolvenzverfahren vorgesehen ist, um bei einer das Vermögen der Gesellschaft übersteigenden Haftung einen Ausgleich zu schaffen. Aber auch bei natürlichen Personen dürfte sich das verfassungsrechtliche Problem seit Einführung der Verbraucherinsolvenz mit Restschuldbefreiung durch die InsO erübrigt haben.

⁴³ Dazu ausführlich oben S. 432 ff.

⁴⁴ So auch *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 125. Im Rahmen des Verteilungsverfahrens kann es im Gesamtschuldnerausgleich zu komplizierten Folgeproblemen kommen, die der Situation gleichen, in der einer der Haftpflichtigen insolvent ist; dazu ausführlich oben S. 446 ff.

⁴⁵ *Grotheer*, WM 2005, 2070, 2076.

⁴⁶ Siehe den Vorschlag von *Baums/Fischer*, in: FS Drukarczyk (2003), S. 37, 46.

⁴⁷ *Canaris*, JZ 1987, 993, 1001 ff.

Etwas anders gelagert ist der Vorschlag, im Rahmen der Rückabwicklungsschadensberechnung den Anleger bei starkem Kursverfall gemäß § 251 Abs. 2 S. 1 BGB auf Geldersatz zu verweisen, da die Naturalrestitution unverhältnismäßig sei.⁴⁸ Einer solchen Einschränkung bedarf es allerdings gar nicht erst, wenn man als Bezugspunkt der Naturalrestitution allein das Vermögen der Anleger und nicht ihre Willensfreiheit zugrunde legt.

Es bleibt daher festzuhalten, dass Haftungsbegrenzungen im Falle von sekundärmarktrechtlichen Umverteilungsschäden rechtspolitisch zu befürworten sind, de lege lata eine Haftungsbegrenzung aber nicht in Betracht kommt und es vielmehr beim Grundsatz der Vollkompensation bleibt. Einschränkungen über § 251 Abs. 2 BGB sind nicht erforderlich, weil bei richtiger Schadensberechnung es schon von vornherein nicht zu einer Überkompensation im Sinne dieser Vorschrift kommt.

III. Einzelheiten der Schadensberechnung

Im Folgenden sollen die bisher erarbeiteten Grundsätze der Schadensberechnung für die verschiedenen Situationen kapitalmarktdeliktsrechtlicher Haftung konkretisiert werden.

1. Primärmarkt

a) Differenzschaden als Grundmodell

Für die primärmarktrechtliche Haftung sehen sowohl § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG (ggf. im Zusammenspiel mit § 13 VerkProspG) als auch § 127 Abs. 1 S. 1 InvG die „Übernahme“ der Wertpapiere/Vermögensanlagen/Anteile als Rechtsfolge vor. Dabei handelt es sich um eine Sonderregelung für die Kapitalmarkthaftung, die von den allgemeinen Bestimmungen der §§ 249 ff. BGB abweicht.⁴⁹ Daneben sollen nach dem Willen des Gesetzgebers aber die allgemeinen Regelungen dann Anwendung finden, wenn die Kapitalmarkthaftung keine Sondervorgaben macht.⁵⁰ Vom Schutzzweck der Haftung, der sich für die börsengesetzliche Prospekthaftung auch in § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG (Haftungsausschluss, wenn der Prospektfehler nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat) manifestiert hat, ist diese weite Rechtsfolge nicht gefor-

⁴⁸ *Wagner*, ZGR 2008, III 5 (im Erscheinen).

⁴⁹ *Geibel*, Kapitalanlegerschaden (2002), S. 3 f., 17. Bis zur Reform durch das 3. FMFG wurde gemäß § 45 Abs. 1 S. 1 BörsG a.F. auf den Schaden, welcher dem Anleger aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst, gehaftet.

⁵⁰ Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 79 (zu § 44 Abs. 2 BörsG = § 45 Abs. 2 BörsG-E).

dert.⁵¹ Der eigentliche Nachteil liegt vielmehr darin, dass der Anleger eine Anlage zu einem Preis erworben hat, der die tatsächlichen Ertragsaussichten nicht richtig widerspiegelt.⁵² Sollte der Anleger sich darüber hinaus in seiner Willensentschlussfreiheit beeinträchtigt sehen, kann er die Anlage jederzeit veräußern und den tatsächlichen Schaden als Differenzbetrag liquidieren, vgl. § 44 Abs. 2 S. 1 BörsG, § 127 Abs. 1 S. 2 InvG.⁵³ Damit ist auch im Gesetz der Differenzschaden als eigentlich durch die Fehlinformation verursachte Vermögensseinbuße verankert.

b) Rückabwicklung bei fehlendem funktionierendem Sekundärmarkt

Die Restitutionslösung, also die Übernahme der Anlage durch den Haftpflichtigen gegen Erstattung des Erwerbspreises, ist hingegen nur dort angebracht, wo der Anleger durch seine Investition einen über den Differenzschaden hinausreichenden Schaden erlitten hat. Ein solcher weitergehender Schaden, der noch vom Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung erfasst wird, ist insbesondere in Form eines Liquiditätsverlusts bei Anlagen ohne funktionsfähigen Sekundärmarkt denkbar. Zwar existieren inzwischen auch für Vermögensanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG Umlaufmärkte wie die „Fondsbörse Deutschland“.⁵⁴ Nichtsdestotrotz ist die Mehrzahl der geschlossenen Fonds immer noch nicht weiterveräußerbar. Jedenfalls eingeschränkt ist die Umlauffähigkeit von vinkulierten Anteilen.

Kann sich der Anleger von einer auf Grundlage eines fehlerhaften Prospekts getätigten Investition nicht mehr lösen, erleidet er neben dem Differenzschaden aufgrund der verringerten Ertragsaussicht einen weitergehenden Schaden durch die Liquiditätsbindung. Dieser Schaden wiegt deshalb besonders schwer, weil nach § 44 BörsG nicht auf den entgangenen Gewinn gehaftet wird.⁵⁵ Bei umlaufenden Wertpapieren ist der Ausschluss des entgangenen Gewinns weniger problematisch, weil es hier dem Anleger jederzeit möglich ist, die Anlage zum Marktwert zu verkaufen und das

⁵¹ Vor der Reform durch das 3. FMFG war (neben der Rückabwicklung) auch der Differenzschadensersatz in dem hier vertretenen Sinne zu erstatten, wenn der Kläger nach Überzeugung des Gerichts auch in Kenntnis der wahren Sachlage am Erwerb der Wertpapiere (zu einem geringeren Preis) festgehalten hätte, vgl. *Schwark*, BörsG² (1994), §§ 45, 46 Rn. 38 a.E.

⁵² Vgl. *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 89 ff. Zustimmung *Engelhardt*, BKR 2006, 443, 447.

⁵³ Die Schadensberechnung ist allerdings in beiden Fällen pauschaliert in Form der Differenz zwischen Erwerbspreis (bei § 44 Abs. 2 S. 1 BörsG gedeckelt durch den ersten Ausgabepreis) und Veräußerungs-/Rücknahmepreis. Durch diese Pauschalierung wird die eigentliche Differenz im Zeitpunkt des Erwerbs nur unzureichend erfasst; darüber hinaus kommt es zu einer Überwälzung des Anlagerisikos, siehe sogleich S. 503.

⁵⁴ *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 524.

⁵⁵ *Gerber*, *Prospekthaftung* (2001), S. 157 f.

Geld anderweitig anzulegen, so dass ihm nur der Gewinn entgeht, der auf die sofortige Wiederanlage des Differenzschadens entfällt.⁵⁶ Demgegenüber führte der Ausschluss der Restitution bei nicht handelbaren Anlagewerten dazu, dass dem betreffenden Anleger unter Umständen enorme Gewinnmöglichkeiten durch alternative Anlagemöglichkeiten entgingen. Daher ist in diesen Fällen ausnahmsweise die Rückabwicklung der Transaktion gerechtfertigt.⁵⁷

c) Schadensberechnung bei der Prospekthaftung

Für den Bereich der Aktienemissionen wurde bereits dargelegt, dass die Rückabwicklungslösung europarechtlich auf erhebliche Bedenken im Hinblick auf die EG-Kapitalrichtlinie stößt.⁵⁸ Deshalb sprechen gute Gründe dafür, den Gesetzeswortlaut des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG bereits *de lege lata* für Aktienemissionen teleologisch zu reduzieren. *De lege ferenda* sollte der Schadensersatz für alle umlauffähige Anlagen *grundsätzlich* auf den Differenzbetrag reduziert werden. Dafür sprechen nicht nur die Begrenzung auf den Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung und die ansonsten gegebene Möglichkeiten, Anlagenrisiken nachträglich auf die haftpflichtigen Personen zu überwälzen,⁵⁹ sondern auch der rechtsökonomisch anzustrebende Gleichlauf von ersatzfähigen mit volkswirtschaftlichen Schäden.⁶⁰

Die Berechnung des Differenzschadens kann dann nach gleichen Grundsätzen erfolgen wie bei der Sekundärmarkthaftung, da es aus Sicht des Preismechanismus am Sekundärmarkt, der eine aufgedeckte Fehlinformation verarbeitet, unerheblich ist, ob diese bereits im Prospekt enthalten und damit seit der Emission im Kurs verarbeitet war oder erst später hinzukam. In beiden Fällen wird auf semiinformationseffizienten Kapitalmärkten der (um Schwankungen des Gesamtmarkts bereinigte) Kurs um einen Betrag sinken, der im Grundsatz die Einschätzung der Marktteilnehmer vom Minderwert der Anlage aufgrund der bekannt gewordenen Tatsache entspricht.⁶¹

Bei Vermögensanlagen ohne funktionierenden Sekundärmarkt sollte dagegen aus den genannten Gründen ausnahmsweise an der Möglichkeit der Rückabwicklung festgehalten werden.

⁵⁶ Insoweit werden jedoch ab dem Zeitpunkt der ersten Mahnung Verzugszinsen gemäß § 288 Abs. 1, 2 BGB fällig.

⁵⁷ Dies gilt insbesondere, wenn der Prospekt gerade die fehlende Möglichkeiten der Weiterveräußerung verschweigt; siehe etwa OLG Frankfurt NZG 2004, 483 f.

⁵⁸ Siehe oben S. 405 f.

⁵⁹ *Baums/Fischer*, in: FS Drukarczyk (2003), S. 37, 46; *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 90 f.

⁶⁰ Dazu oben S. 499.

⁶¹ Ausführlich zur Schadensberechnung sogleich unter S. 505 ff.

d) Sonstige Fehlinformationen am Primärmarkt

Das gleiche gilt für sonstige Fehlinformationen am Primärmarkt. Wird eine fehlerhafte Meldung jenseits des Prospekts verbreitet, haftet der Verantwortliche im Grundsatz auf die dadurch verursachte Fehlbewertung in Form eines Differenzbetrags zwischen dem gezahlten Preis und einem fairen Preis, der sich bei pflichtgemäßem Verhalten gebildet hätte. Eine Ausnahme gilt auch hier für nicht veräußerbare Anlagen, falls die Fehlinformation so gewichtig ist, dass bei Kenntnis des Fehlers eine andere Investitionsentscheidung nahe liegt.

2. Sekundärmarkt

a) Ausgangspunkt §§ 37b, 37c WpHG

Bei der Sekundärmarkthaftung hat sich der Streit über die Art der Schadensberechnung an der tatbestandsmäßigen Offenheit der §§ 37b, 37c WpHG entzündet, wonach der Emittent „zum Ersatz des durch die Unterlassung entstandenen Schadens“ (§ 37b Abs. 1 WpHG) bzw. „zum Ersatz des Schadens, der dadurch entsteht, dass der Dritte auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut“ (§ 37c Abs. 1 WpHG) verpflichtet ist. Der Gesetzgeber hat zur Begründung nur ausgeführt, die geschädigten Anleger hätten „zu teuer“ gekauft oder „zu billig“ verkauft.⁶² Teilweise wird vertreten, der Anleger könne Rückgängigmachung des Kaufs verlangen⁶³ oder habe jedenfalls die Wahl, auch Rückabwicklung zu verlangen.⁶⁴ Dagegen steht die ganz h.M. auf dem Standpunkt, dass allein der Kursdifferenzschaden zu ersetzen sei.⁶⁵

Vor dem Hintergrund des Schutzzwecks der Kapitalmarkthaftung⁶⁶ ist der h.M. beizutreten. Ersatzfähig ist nur derjenige Schaden, der gerade auf einer Beeinflussung des Preisbildungsmechanismus basiert. Dies ist aber allein der Kursdifferenzschaden. Die Willensfreiheit einzelner Anleger

⁶² Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 93 f.

⁶³ Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 939 f.

⁶⁴ Doğan, Ad-hoc-Publizitätshaftung (2005), S. 113; Ehricke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 293 f.; Möllers/Leisch, BKR 2002, 1071, 1073 ff.; dies., in: KK-WpHG (2007), §§ 37b, c Rn. 295 ff.; Rössner/Bolkart, ZIP 2002, 1471, 1475.

⁶⁵ Benzinger, Zivilrechtliche Haftungsansprüche (2008), S. 172 ff., 191; Fleischer, BB 2002, 1869, 1871; Fuchs/Dünn, BKR 2002, 1063, 1069; Hopt/Voigt, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 130 ff.; Kowalewski/Hellgardt, DB 2005, 1839, 1840; Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1860 f.; Mülberr, JZ 2002, 826, 835; Reichert/Weller, ZRP 2002, 49, 55, Rützel, AG 2003, 69, 76, 79; Sauer, Falschinformation des Sekundärmarkts (2004), S. 357 ff.; Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 75 f.; Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 86 f.

⁶⁶ Ausführlich oben S. 174 ff.

wird dagegen durch das Kapitalmarktdeliktsrecht nicht geschützt, so dass eine Rückabwicklung der zu fehlerhaften Preisen getätigten Sekundärmarktgeschäfte nicht verlangt werden kann. Dies gilt über den begrenzten Anwendungsbereich von §§ 37b, 37c WpHG hinaus auch für alle anderen Formen der Haftung für Pflichtverletzungen, die zu einer Beeinflussung des Kurses am Sekundärmarkt führen, da der Schutzzweck der Sekundärmarkthaftung ein einheitlicher ist.

b) Berechnung der Kursdifferenz

Die Berechnung des Kursdifferenzschadens ist in erheblichem Maße von den tatsächlichen ökonomischen Gegebenheiten auf dem betreffenden Sekundärmarkt abhängig. So liegt eine wesentliche Weichenstellung darin, ob auf dem Markt eine fortlaufende Kursbildung stattfindet, die in etwa die Voraussetzungen informationseffizienter Sekundärmärkte erfüllt.⁶⁷ Davon zu unterscheiden, sind solche Umlaufmärkte, die – wie etwa die Zweitmärkte für Fonds – lediglich der Behebung des Liquiditätsrisikos dienen, nicht aber den Organisationsgrad und die ökonomischen Charakteristika von organisierten Wertpapiermärkten aufweisen.

aa) Kursdifferenz auf informationseffizienten Sekundärmärkten

Im konkreten Zugriff kann als Indiz zur Bestimmung der Kursdifferenz auf den Kursauschlag unmittelbar nach Bekanntwerden der wahren Sachlage abgestellt werden^{68, 69}. Tatsächliche Schwierigkeiten bereitet dabei zunächst die Bestimmung des Zeitpunkts oder Zeitraums des Bekanntwerdens.⁷⁰ Ebenfalls nicht einfach ist die Festlegung des richtigen Beobachtungszeitraums für die Verarbeitung der Korrekturmeldung im Börsenkurs. Dabei kann auf ökonomische Erkenntnisse zurückgegriffen werden, die von einer Einpreisungsdauer zwischen 30 Minuten und 3 Tagen ausgehen, je nach Art der Information und Bedeutung des Marktes.⁷¹ Um Zufallsfehler zu vermeiden und Kursbeeinflussungen durch Insiderhandel auszuschalten

⁶⁷ Es genügt daher nicht, darauf abzustellen, Ad-hoc-Mitteilungen besäßen per Definition Kursbeeinflussungsrelevanz; so aber *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (2007), S. 333.

⁶⁸ BGH NJW 2005, 2450, 2454. Vgl. auch Erwägungsgrund 2 zur Marktmissbrauchsdurchführungsrichtlinie 2003/124/EG: „Im Nachhinein vorliegende Informationen (Ex-post-Informationen) können zur Überprüfung der Annahme genutzt werden, dass die Ex-ante-Information kurserheblich war“.

⁶⁹ Kommt es auch nach Bekanntwerden der Fehlinformation nicht zu einer Kursreaktion impliziert dies, dass die ursprüngliche Fehlmeldung keinen verzerrenden Einfluss auf den Kurs nehmen konnte. Deshalb scheidet bei völligem Fehlen einer Kursveränderung eine Haftung aus, siehe oben den Haupttext bei Fn. 15.

⁷⁰ Dazu bereits oben S. 356 ff.

⁷¹ Vgl. oben S. 128 f.

wird vorgeschlagen, den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der zehn Tage bis zum zweiten Tag *vor* Bekanntwerden der Information mit dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der zehn Tage ab dem zweiten Tag *nach* Bekanntwerden miteinander zu vergleichen.⁷² Eine derartige Pauschalierung kann als Plausibilitätskontrolle dienen und im Sinne eines Caps übermäßige Schadensberechnungen begrenzen. Im Grundsatz sollte aber von der Kursentwicklung unmittelbar nach Bekanntwerden der wahren Sachlage ausgegangen werden.

Wichtig ist, dass der derart ermittelte Kursauschlag nach Bekanntwerden der wahren Sachlage nicht direkt als Messung des Schadens übernommen werden darf, sondern vielmehr eine Bereinigung von allgemeinen Markteinflüssen erforderlich ist.⁷³ Eine solche Bereinigung kann mithilfe des Capital Asset Pricing Models erfolgen,⁷⁴ das es erlaubt mittels der Korrelation (sog. β -Faktor) der Rendite des betreffenden Finanzinstruments und der Gesamtmarktrendite, die während der Beobachtungsphase aufgrund der allgemeinen Marktentwicklung zu erwartende Kursentwicklung des betrachteten Wertpapiers zu prognostizieren. Weicht die tatsächlich zu beobachtende Kursentwicklung davon ab, handelt es sich um eine sog. „abnormale Rendite“. Erweist sich diese als statistisch signifikant, kann jedenfalls für den Fall, dass während des Beobachtungszeitraums keine weiteren unternehmensspezifischen Nachrichten veröffentlicht wurden, die als Ursache dieser spezifischen Kursveränderung ernsthaft in Betracht zu ziehen sind, davon ausgegangen werden, dass es sich um die durch die Fehlinformation verursachte Kursveränderung handelt.⁷⁵ Auch insoweit kann durch den pauschalierenden Vergleich des Marktes in einem Zehntageszeitraum jeweils etwas vor und etwas nach Verarbeitung der Korrekturmeldung eine Plausibilitätskontrolle vorgenommen werden.⁷⁶

Die so ermittelte spezifische Kursveränderung stellt dann den ersatzfähigen Schaden der einzelnen Anleger dar, weil im Grundsatz davon auszugehen ist, dass sie genau um diesen Betrag „zu teuer“ gekauft oder „zu billig“ verkauft haben.⁷⁷ Dagegen ist es nicht überzeugend, den Kursauschlag ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung zu setzen und dann den Prozentsatz bezogen auf den Kaufpreis des geschädigten Anlegers als Schaden

⁷² Schäfer/Weber/Wolf, ZIP 2008, 197, 200 ff.

⁷³ Fleischer, BB 2002, 1869, 1873; Möllers/Leisch, in: KK-WpHG (2007), §§ 37b, c Rn. 353. Für das US-Rechts *Cornell/Morgan*, 37 UCLA L. Rev. 883, 897 et seq. (1990). Monographisch *Barth*, Schadensberechnung bei Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation (2006), S. 223 ff.

⁷⁴ Dazu oben S. 122 f. Für eine Anwendung eines ex post Multifaktorenmodells aber *Adams/Runkle*, 145 U. Pa. L. Rev. 1097 (1997).

⁷⁵ Zur Umsetzung im Gerichtsverfahren siehe unten S. 541 f.

⁷⁶ Siehe den Vorschlag von Schäfer/Weber/Wolf, ZIP 2008, 197, 203 f.

⁷⁷ Vgl. *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarkts (2004), S. 360.

anzusetzen.⁷⁸ Denn nach dem führenden Dividendenmodell⁷⁹ entspricht der Aktienwert dem Nettobarwert der zu erwartenden ausschüttungsfähigen Cash-Flows, so dass die Implikation einer Veränderung kursrelevanter Umstände immer gleich bleibt (abgesehen vom Zeitpunkt der Abzinsung), ohne dass es auf den Veröffentlichungszeitpunkt ankäme.⁸⁰

Insbesondere bei verschwiegenen negativen Nachrichten oder bei beschönigenden Darstellungen ist dem Haftpflichtigen aber der Nachweis eröffnet, dass ein Teil des spezifischen Kursausschlags nach Bekanntwerden der Fehlinformation auf der rationalen Befürchtung des Marktes beruht, es könnten weitere negative Fehlinformationen ans Licht kommen (sog. Skandalschaden).⁸¹

bb) Kursdifferenz auf sonstigen Umlaufmärkten

Auf sonstigen Umlaufmärkten jenseits der organisierten Wertpapiermärkte kann die eben dargestellte Berechnungsmethode bereits aus tatsächlichen Gründen nicht angewendet werden. Selbst bei der Stellung fortlaufender Kurse fehlt es an der hinreichenden Informationseffizienz, die Voraussetzung für eine Anwendung des Capital Asset Pricing Models ist.⁸² Auch wenn sich eine gewisse Kovarianz zwischen den Renditen einzelner Fonds und dem Fondsmarkt feststellen lassen sollten, ist doch der „Gesamtmarkt“ für Fonds viel zu homogen und damit einseitig den gleichen gesamtwirtschaftlichen Einflüssen ausgesetzt, um eine verlässliche Extraktion der für die Zwecke einer Schadensberechnung benötigten abnormalen Rendite einzelner Fonds zu erlauben. Fehlinformationen werden häufig eine ganze Reihe von ähnlichen Fonds betreffen und bei ihrer Entdeckung eine Gesamtmarktbeziehung statt der Kurskorrektur eines Einzelwertes verursachen.

Dennoch spricht der Schutzzweck der Kapitalmarkthaftung dafür, auch im Falle umlauffähiger geschlossener Fonds den Schadensersatz grundsätzlich auf die Differenz zwischen dem gezahltem Preis und dem fairen Wert zu begrenzen. Eine Möglichkeit bestünde darin, in Anlehnung an die Haftung aus culpa in contrahendo beim Unternehmenskauf die Regelungen des Minderungsrechts entsprechend anzuwenden.⁸³ Allerdings hat der

⁷⁸ So aber z.B. *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857, 1861 f.

⁷⁹ Dazu ausführlich oben S. 112.

⁸⁰ *Schäfer/Weber/Wolf*, ZIP 2008, 197, 202.

⁸¹ *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 112 f.; *Kalss*, *Anlegerinteressen* (2001), S. 330 mit Fn. 574; *Gruber*, ÖBA 2003, 239, 249. Siehe auch *Lev/de Villiers*, 47 *Stan. L. Rev.* 7 (1994) mit Vorschlägen zur Bestimmung des Nettoschadens.

⁸² Siehe oben S. 123 f.

⁸³ Dazu insbesondere *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 316 ff.; a.A. *Grigoleit*, *Vorvertragliche Informationshaftung* (1997), S. 194 ff.

BGH die Anwendung der Minderungsregeln für Fälle abgelehnt, in denen der Täuschende nicht Vertragspartner des Geschädigten werden sollte.⁸⁴ Diese Wertung lässt sich auf den Sekundärmarkt übertragen, auf dem die Fehlinformation ebenfalls von dem an der Transaktion unbeteiligten Emittenten ausgeht, der keinen Einfluss darauf nehmen kann, ob der geschädigte Anleger *unabhängig* von der Fehlinformation ein besonders schlechtes Geschäft (was einen niedrigen Schadensersatz implizieren würde) oder aber ein besonders gutes Geschäft gemacht hat (was einen hohen Schadensersatz implizieren würde).⁸⁵ Der Schaden ist daher unabhängig von der vertraglichen Regelung aufgrund der Implikationen der Fehlinformation für die Bewertung der Anlage zu bestimmen.

Einen konkreten Vorschlag zur Schadensberechnung am nicht geregelten Sekundärmarkt haben *Zimmer/Cloppenburg* gemacht.⁸⁶ Danach soll der ersatzfähige Schaden in der Differenz zwischen dem inneren Wert der Beteiligung zum Transaktionszeitpunkt und dem tatsächlich gezahlten Preis bestehen. Als Höchstgrenze dient die Differenz zwischen dem inneren Wert der Beteiligung zum Transaktionszeitpunkt und dem hypothetischen inneren Wert bei Zutreffen der Fehlinformation, da ein darüber hinausreichender Vermögensverlust nicht kausal auf der Pflichtverletzung beruht. Dieser Ansatz, der den durch die Fehlinformation verursachten Schaden korrekt erfasst, verdient Zustimmung. Allerdings ist diese Berechnungsmethode auf solche Vermögensanlagen beschränkt, die auf dem Umlaufmarkt erworben wurden oder für die ein solcher besteht. Hat sich der Anleger dagegen aufgrund der Fehlinformation an eine Anlage gebunden, die er nicht weiterveräußern kann, erleidet er einen zusätzlichen Liquiditätsschaden, der ausnahmsweise die Rückabwicklung des Erwerbs rechtfertigt.⁸⁷

c) Schadensberechnung bei Marktanomalien

Unausgesprochene Grundlage aller obigen Überlegungen zur Schadensberechnung an Wertpapiermärkten ist die Annahme eines Kapitalmarktumfeldes, das in etwa die Voraussetzungen semiinformationseffizienter Kapitalmärkte erfüllt,⁸⁸ in dem also die Börsenkurse alle öffentlich verfügbaren Informationen über einen Emittenten binnen kürzester Zeit verarbeiten und dabei zu einem Ergebnis kommen, das die fundamentalen Ertragsaussichten des Finanzinstruments besser widerspiegelt als die davon abwei-

⁸⁴ BGH NJW-RR 1988, 150, 151; dagegen *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 318.

⁸⁵ Siehe das Beispiel bei *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 317.

⁸⁶ *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171 (2007), 519, 542 f.

⁸⁷ Siehe oben S. 502 f.

⁸⁸ Dazu ausführlich oben S. 123 ff.

chenden Vorhersagen einzelner Marktteilnehmer.⁸⁹ Denn nur dann ist es gerechtfertigt, den Kursauschlag nach Bekanntwerden der Manipulation zur Grundlage einer Schadensberechnung zu erheben.

aa) Problemstellung

Schwieriger stellt sich die Situation in Marktphasen dar, in denen die Kursbewegungen nicht mehr auf den Fundamentalwert der Finanzinstrumente zurückgeführt werden können, sondern verzerrende Neigungen der Anleger (insbesondere Überoptimismus⁹⁰) gepaart mit einem Ausfall arbitragebasierter Korrekturmechanismen die Überhand gewinnen⁹¹ und sich so etwas wie ein "hot market" bildet. In dieser Lage kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass eine einzelne Information oder Fehlinformation in einer Weise in den Preis inkorporiert wird, die ihren tatsächlichen Implikationen für die Bewertung des betreffenden Finanzinstruments entspricht. Damit entfällt die Möglichkeit, eine Preisdifferenz zur Grundlage der kapitalmarktdeliktsrechtlichen Schadensberechnung zu machen.⁹² Daraus nun die Konsequenz zu ziehen, in diesen Fällen keinen Schadensersatz zu gewähren, ist aber unter dem Gesichtspunkt der Gefahren, die von Marktverzerrungen sowohl auf gesamtwirtschaftlicher Ebene als auch für den einzelnen Emittenten ausgehen⁹³ und dem Primärziel einer Verhaltenssteuerung durch Kapitalmarkthaftung keine ernsthafte Alternative.

Vielmehr gleicht die Situation einer Primärmarkthaftung, in der für die ausgegebenen Anlagen kein Sekundärmarkt besteht, der den Anlegern eine Desinvestition ermöglichen und zugleich mit seinen Kursreaktionen Grundlage einer Schadensbemessung nach den oben dargestellten Grundsätzen sein könnte.⁹⁴ Die Aufdeckung erheblicher Fehlinformationen in "hot markets" wird für den betreffenden Anlagetitel zumeist einen Marktzusammenbruch bedeuten und kann bei einer Folge ähnlicher Korrekturmeldungen auch das Ende der Marktüberhitzung einleiten. In einer solchen Situation steht der Anleger tatsächlich vor demselben Problem wie beim Erwerb nicht handelbarer geschlossener Fonds: Er kann seine Anlage nicht mehr weiterveräußern.

⁸⁹ Vgl. *Grossman*, 31 J. Fin. 573 (1976); *Verrechia*, 70 AER 874 (1980).

⁹⁰ Zu überoptimistischen Investoren siehe *Miller*, 32 J. Fin. 1151 (1977); *Dark/Carter*, 45 J. Econ. & Bus. 375 (1993).

⁹¹ Ausführlich oben S. 130 ff.

⁹² A.A. wohl *Macey/Miller/Mitchell/Netter*, 77 Va. L. Rev. 1017, 1025 et seq., 1049 (1991).

⁹³ Dazu S. 117 f. und S. 138 f.

⁹⁴ Vgl. oben S. 502 f.

bb) Ausnahmsweise Rückabwicklung

Vor diesem Hintergrund sollte in "hot markets" ausnahmsweise auch die Rückgängigmachung des Wertpapierkaufs als Schadensersatz verlangt werden können.⁹⁵ Zwar führt dies zu einer erheblichen Belastung der Haftpflichtigen, die nicht nur den Differenzbetrag, sondern den vollen Kaufpreis erstatten müssen. Daher geht von der Rückabwicklung aber auch eine erhebliche präventive Wirkung aus.⁹⁶ Will man die Euphoriespirale in überhitzten Märkten brechen, bedarf es einer realen Haftungsgefahr für die betreffenden Emittenten, die sie dazu zwingt, sich mit ihrer warnenden Stimme Gehör zu verschaffen und den ungesunden Kreislauf zu durchbrechen.⁹⁷

3. Übernahmerecht

a) Faktoren für die Höhe der Übernahmeprämie

Wie oben gezeigt, wird auch im Übernahmehaftungsrecht ein Preisbildungsprozess geschützt.⁹⁸ Gegenstand der Preisbildung ist die Verteilung des durch eine Übernahme zu generierenden Mehrwertes⁹⁹ zwischen dem Bieter und den Aktionären der Zielgesellschaft durch die „Übernahmeprämie“, also den Aufpreis, den der Bieter oberhalb des Sekundärmarktkurses der Aktien für den Erwerb der Mehrheit bezahlen muss. Die Höhe der Übernahmeprämie, die ein Bieter zu bieten bereit ist, hängt entscheidend ab von Faktoren wie der finanziellen Lage der Zielgesellschaft und ihrem Kurs-Gewinn-Verhältnis,¹⁰⁰ aber auch von der Art der gebotenen Gegenleistung.¹⁰¹ Eine erhebliche Erhöhung der Übernahmeprämie ist zu beobachten, wenn zwei oder mehrere konkurrierende Bieter auftreten.¹⁰² In-

⁹⁵ Zum Kausalitätsnachweis in dieser Situation siehe unten S. 545.

⁹⁶ Vgl. *Fleischer*, DB 2004, 2031, 2035; *Engelhardt*, BKR 2006, 443, 447; *Sauer*, ZBB 2005, 24, 31, jeweils zur Begründung einer Rückabwicklungshaftung für vorsätzliche Fehlinformationen des Sekundärmarkts.

⁹⁷ Zu besonderen Ad-hoc-Pflichten in "hot markets" siehe oben S. 263 ff.

⁹⁸ Siehe oben S. 496 f.

⁹⁹ Ältere Studien zu den USA haben ergeben, dass Übernahmen im Durchschnitt eine kombinierte Wertsteigerung von Bietergesellschaft und Zielgesellschaft in Höhe von 7,4 % generieren, vgl. *Breadley/Desai/Kim*, 21 J. Fin. Econ. 3 (1988).

¹⁰⁰ *Walkling/Edmister*, 41 Fin. Anal. J. 27 (1985).

¹⁰¹ *Cornu/Isakov*, 6 Europ. Fin. Mange. 423 (2000).

¹⁰² *Easterbrook/Fischel*, *Economic Structure of Corporate Law* (1991), p. 194; *Walkling/Edmister*, 41 Fin. Anal. J. 27, 34 (1985). Die spricht dafür, der Verwaltung der Zielgesellschaft im Interesse ihrer Aktionäre eine Pflicht zur Bietergleichbehandlung aufzuerlegen; für eine solche Pflicht gestützt auf § 3 Abs. 2 WpÜG *Liekefett*, AG 2005, 802, 806 ff.; a.A. aber die h.M. vgl. *Hellgardt*, in: WuB II A. § 53a AktG 1.06 m.w.N.

wieweit die Existenz großer Minderheitsaktionäre für die Höhe der Übernahmeprämie eine Rolle spielt, ist noch ungeklärt.¹⁰³

b) Art der Schädigung im Übernahmerecht

Der Grundgedanke der vorgeschlagenen Schadensberechnung liegt darin, dass ein Bieter, der pflichtwidrig Umstände verschweigt oder falsch darstellt, die Rückschlüsse auf seinen persönlichen Nutzen im Falle eines erfolgreichen Angebots zulassen, damit bei den Aktionären der Zielgesellschaft den Eindruck erweckt, er würde ihnen ein besonders gutes Angebot machen, indem er sie mittels der Übernahmeprämie zu einem hohen Prozentsatz an dem zu erwartenden Mehrwert partizipieren lasse. Bei Zugrundelegung des tatsächlichen Mehrwertes stellte sich das Angebot dagegen als nicht so attraktiv dar, obwohl in *absoluten* Zahlen der gleiche Preis geboten wird.

Nun mag es auf den ersten Blick so erscheinen, dass es hier nur um den Verlust einer vagen Gewinnchance geht, deren Eintritt noch nicht einmal sicher war, da es unklar ist, ob der Bieter bei ordnungsgemäßer Information zugleich einen höheren Preis geboten hätte. Eine solche Sicht ließe aber außer Acht, dass es sich bei einer Übernahme um einen kompetitiven Prozess handelt und der Erfolg eines Angebots erheblich davon abhängt, ob die Aktionäre der Zielgesellschaft das Gefühl haben, ein gutes Geschäft zu machen. Durch zutreffende Zwischenmeldungen über den Stand der Angebotsnahme sowie die Zaungastregel, die bei einem erfolgreichen Angebot auch nachträglich noch die Annahme zulässt, wird eine minimale Koordination der Aktionäre möglich, die zu einer Überwindung des spieltheoretischen „Gefangenendilemmas“ führt.¹⁰⁴ Die Aktionäre der Zielgesellschaft sind also in der Lage, ein Angebot, das ihnen zu niedrig erscheint, auch wirklich abzulehnen.

c) Spieltheoretische Grundlegung der Schadensberechnung

Damit nähert sich die Preisbildung bei der Übernahme einer tatsächlich verhandlungsbasierten Preisbildung in einer Situation an, in der die eine Partei (der Bieter) zunächst ein Angebot macht und es der anderen Partei freisteht, dieses Angebot anzunehmen oder auszuschlagen. Diese Verhandlungssituation ist aus der Spieltheorie bekannt.¹⁰⁵ Da es dem Bieter

¹⁰³ Für eine erhöhte Prämie bei Existenz eines „minority blockholder“ siehe *Burkhart/Gromb/Panunzi*, 162 JITE 32 (2006); dagegen aber mit plausiblen Gründen *Mülbart*, 162 JITE 50 (2006).

¹⁰⁴ Dazu oben S. 192 f.

¹⁰⁵ Siehe z.B. *Rasmusen*, *Games and Information*⁴ (2007), p. 358 (zum spieltheoretischen Verhandlungsproblem, den „Kuchen“ aufzuteilen, wenn eine Partei zuerst ihren Anteil reklamieren muss).

erlaubt ist, den Preis nachträglich zu erhöhen (vgl. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG) und die Aktionäre der Zielgesellschaft um diese Möglichkeit wissen, ist es für ihre Annahmehentscheidung von wesentlicher Bedeutung, welche Vorstellung sie sich von den Handlungsoptionen des Bieters machen.

Modelltheoretisch kann die Situation mit einem behavioristischen Verhandlungsmodell der Spieltheorie nachgebildet werden.¹⁰⁶ Danach stehen sich zwei Verhandlungsteilnehmer gegenüber, die jeweils ein Angebot machen und denen, sofern sich die Angebote nicht decken, drei Reaktionsmöglichkeiten zur Verfügung stehen: Sie können ihr Angebot wiederholen, eine volle Konzession oder eine partielle Konzession machen. Spieltheoretischer Erkenntnis zu Folge wird jener Verhandlungsteilnehmer in der nächsten Periode eine Konzession machen, dessen Risikogrenze niedriger ist, d.h. der „relativ mehr“ verlieren würde, sollten die Verhandlungen endgültig scheitern, oder aber beide Verhandlungsteilnehmer werden Konzessionen machen, falls die Risikogrenzen gleich groß sind.¹⁰⁷

Übertragen auf die Übernahmesituation folgt daraus, dass ein Irrtum über den Spielraum des Bieters durchaus dazu verlocken kann, das Angebot vorschnell anzunehmen und nicht auf eine Erhöhung zu vertrauen. Zwar profitieren auch diejenigen Aktionäre, die das Angebot bereits angenommen haben, von einer noch während des Laufs der Angebotsfrist erfolgenden Erhöhung.¹⁰⁸ Das Problem besteht aber darin, dass eine hohe Annahmequote gleichzeitig den Erfolg des Angebots sicherstellt, während ein Verfehlen der Mindestannahmeschwelle die gesamte Übernahme zu Fall bringen würde und so den Bieter zu einer Erhöhung zwingen könnte.

Die korrekte Veröffentlichung von Informationen über die durch die Übernahme realisierbaren Synergien ist auch deshalb von besonderer Bedeutung, weil sie zugleich Rückschlüsse auf die Wahrscheinlichkeit konkurrierender oder nachfolgender Angebote anderer Bieter erlaubt.¹⁰⁹ Hinsichtlich möglicher konkurrierender Angebote kommt es aber entscheidend darauf an, ob bereits das Einstiegsgebot des (ersten) Bieters der Höhe nach geeignet ist, potentielle andere Bieter von vornherein aus dem Rennen zu werfen oder ob es sich eher um ein niedrig angesetztes Angebot handelt, das in der Erwartung möglicher Nachbesserung in Reaktion auf konkurrie-

¹⁰⁶ Sog. Zeuthen-Harsanyi-Spiel, dazu etwa *Holler/Illing*, Einführung in die Spieltheorie⁶ (2006), S. 242 ff.

¹⁰⁷ *Harsanyi*, 24 *Econometrica* 144 (1956). *Harsanyi* wurde 1994 für seine spieltheoretischen Arbeiten mit dem Nobelpreis ausgezeichnet.

¹⁰⁸ Statt aller *Hasselbach*, in: KK-WpÜG (2003), § 21 Rn. 16.

¹⁰⁹ Eine Zielgesellschaft, deren Übernahme hohe Synergien verspricht, dürfte regelmäßig auch für vergleichbare Bieter ein attraktives Zielobjekt sein.

rende Angebote abgegeben wird.¹¹⁰ Suggestiert der Bieter durch seine Fehlinformation einen geringeren subjektiven Unternehmenswert des Zielunternehmens und damit eine relativ höhere Prämie, reduziert dies aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft zugleich die Wahrscheinlichkeit konkurrierender Angebote. Denn einerseits wird der Eindruck erweckt, die Übernahme der Zielgesellschaft führe nur zu wenigen Synergien und auf der anderen Seite impliziert dies, dass der Bieter an die persönliche Leistungsgrenze gegangen sei, um so mögliche Konkurrenten abzuschrecken.

d) Mögliche Einwände

Gegen das hier entwickelte Modell könnte eingewandt werden, dass der Bieter sich schlicht darauf zurückziehen könne, er hätte den Angebotspreis unter keinen Umständen mehr erhöht. Diesem Einwand ist zuzugestehen, dass es für jede Übernahme eine konkrete Obergrenze gibt, nach deren Überschreiten der Bieter nicht mehr bereit sein wird, das Angebot noch zu erhöhen. Diese Grenze wird maßgeblich durch die Kapitalkosten des Bieters bestimmt, die die erwartete Rendite festlegen, welche mit der neuen Akquisition erreicht werden soll.¹¹¹ Hat sich der Bieter aber mittels einer Fehlinformation den Erfolg eines Angebots erschlichen, bestünde die Alternative nur darin, durch Rückabwicklung der gesamten Übernahme auch den ökonomischen Mehrwert zu zerschlagen. Dadurch würde den Aktionären der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben, aber nicht ihr Schaden ersetzt, sondern vielmehr wieder die Stand Alone-Situation hergestellt. Das wird in den meisten Fällen rechtlich (z.B. bei einer auf die Übernahme folgenden Verschmelzung) oder faktisch nicht mehr möglich sein, ohne dass dabei die vormalige Zielgesellschaft ihrer Überlebensfähigkeit beraubt würde. Wenn aber die bereits erfolgte Übernahme nicht rückgängig gemacht werden kann, muss auch dem Bieter die Verteidigung abgeschnitten sein, er hätte keinesfalls den Gebotspreis weiter erhöht. Für den umgekehrten Fall der Haftung eines Verkäufers, der über den Wert einer Unternehmensbeteiligung getäuscht hat, ist in der BGH-Rechtsprechung anerkannt, dass es nicht darauf ankommt, ob sich der Verkäufer mit einem Vertragsschluss zum reduzierten Preis überhaupt einverstanden erklärt hätte.¹¹² Dies ist auf das Übernahmerecht zu übertragen. Denn nur so kann der Grundsatz der Naturalrestitution, den Zustand herzustellen, der

¹¹⁰ Vgl. *Hirshleifer/Png*, 2 Rev. Fin. Stud. 587 (1989), die die These vertreten, dass andere Bieter abschreckende Erstgebote häufig höher liegen werden als das Endgebot einer Auktion mehrerer Bieter.

¹¹¹ Zu den Kapitalkosten allgemein oben S. 115.

¹¹² Grundlegend BGHZ 69, 53, 58. Dazu *Grigoleit*, Vorvertragliche Informationshaftung (1997), S. 182 f.

bei pflichtgemäßem Verhalten im Zeitpunkt der Schadensberechnung bestünde, verwirklicht werden.

Dass der Bieter bei einer Schadensersatzzahlung regelmäßig nicht mehr in der Lage sein wird, durch die Akquisition seine Eigenkapitalkosten zu verdienen, ist ebenfalls kein durchschlagender Einwand. Eine auf Verhaltenssteuerung ausgerichtete Kapitalmarkthaftung ist nur dann effektiv, wenn sie im Sanktionsfalle einen spürbaren wirtschaftlichen Nachteil bewirkt. Diese Schadensersatzpflicht ist auch nicht unverhältnismäßig, weil sich der zu leistende Schadensersatz darauf beschränkt, die ehemaligen Aktionäre an einem ehemals tatsächlich zu erwartenden Mehrwert der Übernahme *anteilig* partizipieren zu lassen. So wird dem Bieter in jedem Fall ein eigener Anteil des ehemals zu erwartenden Mehrwertes erhalten bleiben. Sollte es ihm zwischenzeitlich nicht gelungen sein, den entsprechenden Mehrwert auch tatsächlich zu generieren, fällt dieser Verlust allein in seinen Risikobereich und kann den Aktionären, die so zu stellen sind, als seien sie *ex ante* richtig informiert worden, nicht entgegengehalten werden.

e) Funktionsweise des Preisbildungsprozesses in der Übernahmesituation

Zutreffend ist diese Schadensberechnungsmethode allerdings nur dann, wenn davon ausgegangen werden kann, dass am Übernahmemarkt tatsächlich eine Verhandlungssituation besteht, in der die Aktionäre der Zielgesellschaft die entscheidungsrelevanten Informationen erkennen und richtig bewerten können. Bei dem einzelnen Privatanleger werden diese Voraussetzungen regelmäßig nicht erfüllt sein. Dies steht der Richtigkeit des Konzepts indes nicht entgegen. Der hier entwickelte Ansatz beruht vielmehr explizit auf der Annahme, dass auch in der Übernahmesituation viele Kleinaktionäre nicht in der Lage sein werden, den durch die veröffentlichten Informationen implizierten subjektiven Unternehmenswert der Zielgesellschaft für den Bieter und die daran zu messende relative Angemessenheit der gebotenen Übernahmeprämie zu beurteilen. Sie werden ihre Annahmeentscheidung daher entweder aufgrund des Ratschlags professioneller Anlegerintermediäre treffen oder sich daran orientieren, wie das Angebot insgesamt angenommen wird. Empirische Untersuchungen stützen diese Annahmen, indem sie zeigen, dass es bei Übernahmeangeboten häufig zu einem "speculation spread" – also einem Auseinanderfallen von Sekundärmarktpreis nach Bekanntgabe des Übernahmeangebots und dem Angebotspreis – kommt, der regelmäßig als Indikator dafür dienen kann, ob der Angebotspreis nachträglich erhöht wird.¹¹³

¹¹³ Jindra/Walkling, 10 J. Corp. Fin. 495 (2004).

Von daher gleichen sich der Preisbildungsmechanismus am regulären Sekundärmarkt und die Bildung des Übernahmepreises.¹¹⁴ In beiden Fällen kommt es nicht auf die individuellen Vorstellungen einzelner Anleger an, sondern auf das Gesamtergebnis der an den Markt gelangten Anlage- bzw. Annahmeentscheidungen. Für diejenigen Aktionäre, die die preisbildenden Anlageentscheidungen am Übernahmemarkt tätigen, gelten auch weitgehend die für die Preisbildung an Sekundärmärkten herausgearbeiteten Kriterien.¹¹⁵ Zudem verfügen sie über die erforderliche Marktmacht, um den Erfolg des Angebots zu beeinflussen. Im Laufe eines Übernahmeangebots werden immer mehr der noch außenstehenden Aktien von professionellen Arbitrageuren und institutionellen Investoren übernommen, die in der Lage sind, die ökonomische Angemessenheit des Angebots auf Grundlage der zur Verfügung stehenden Informationen zu bewerten und danach den Grenzpreis zu bestimmen, zu dem sie zur Annahme des Angebots bereit sind.¹¹⁶ Eine Veränderung der entscheidungsrelevanten Informationen impliziert bei der Unterstellung rational handelnder Arbitrageure auch eine entsprechende Veränderung des Grenzpreises. Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass die tatsächlichen Voraussetzungen für die bei der Schadensberechnung im Folgenden zugrunde gelegte Preisbildung gegeben sind.

f) Einzelheiten der Schadensberechnung im Übernahmerecht

aa) Theoretische Bestimmung des relevanten Schadens

Für die theoretische Bestimmung des durch Fehlinformationen im Übernahmeprozess entstehenden Schadens folgt daraus, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft geschädigt sind um die Differenz zwischen dem tatsächlich erhaltenen Angebotspreis und demjenigen Angebotspreis, den der Bieter bei redlichem Informationsverhalten hätte bieten müssen, um *die-selbe Annahmequote* zu erzielen. Haben beispielsweise 90 % der außenstehenden Aktionäre der Zielgesellschaft bei einem Sekundärmarktkurs vor Bekanntwerden des Übernahmeangebots von 50,00 EUR und einem Angebotspreis von 60,00 EUR das Angebot angenommen und hätte dieselbe Anzahl an Aktionären in Kenntnis der wahren Sachlage das Angebot nur zu einem Preis von 65,00 EUR angenommen, beträgt der ersatzfähige Schaden pro Aktie 5,00 EUR.

¹¹⁴ Ausführlich zur Ökonomik des Übernahmeprozesses *Burkhart/Panunzi*, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 737, 744 et seq., die allerdings in ihren Überlegungen die Möglichkeit, als Großaktionär mittels Gewinnabführungsverträgen Sondervorteile zu ziehen, nicht einbeziehen.

¹¹⁵ Dazu oben S. 125 f.

¹¹⁶ *Booth*, 77 Cal. L. Rev. 707, 716 et seq. (1989); *Hahn*, ZBB 1990, 10, 15; *Lüttmann*, *Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften* (1992), S. 40 f.

bb) Berechnung des Schadens

Die alles entscheidende Frage ist dabei, wie sich nachträglich bestimmen lässt, zu welchem Kurs die getäuschten Aktionäre bei richtiger Information in gleicher Weise zur Annahme des Angebots bereit gewesen wären.

Theoretisch denkbar wäre eine nachträgliche Zeugenbefragung aller betreffenden Anleger. Dieser Weg ist bei der Übernahme börsennotierter Publikumsaktiengesellschaften allerdings nicht nur praktisch unbeschreitbar, sondern auch aus theoretischen Gründen nicht geeignet: Nach Erkenntnissen der modernen Kapitalmarktpsychologie stimmt die nachträgliche Einschätzung mit großer Sicherheit nicht mit dem überein, wie ein Marktteilnehmer in der konkreten Situation tatsächlich gehandelt hätte, weil es unmöglich ist, das Wissen über die zwischenzeitlich aufgetretenen Entwicklungen auszuschalten (sog. Hindsight Bias).¹¹⁷

Stattdessen sollte der hypothetische Preis wie folgt bestimmt werden: Ausgehend von dem durch die Fehlinformation implizierten subjektiven Unternehmensmehrwert der Zielgesellschaft für den Bieter ist zu ermitteln, zu welchem Prozentsatz die Zielgesellschaftsaktionäre über die gebotene Übernahmeprämie daran beteiligt worden wären. In einem zweiten Schritt sollte diese Quote auf den tatsächlichen Mehrwert des Unternehmens für den Bieter angewendet werden. Bezogen auf das obige Beispiel bedeutet dies, dass bei einem durch die Fehlinformation vorgespiegelten subjektiven Unternehmenswert der Zielgesellschaft von 70,00 EUR je Aktie für den Bieter, also einem Mehrwert von EUR 20,00 gegenüber dem Sekundärmarktkurs von 50,00 EUR, ein Übernahmeangebot von 60,00 EUR impliziert, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft durch die Prämie von 10,00 EUR zu 50 % an dem zu erwartenden Mehrwert beteiligt werden. Beträgt der tatsächliche subjektive Unternehmenswert der Zielgesellschaft, wie er bei ordnungsgemäßer Publizität hätte abgeleitet werden können, 80,00 EUR, hat der Erwerb der Zielgesellschaft für den Bieter also einen tatsächlichen Mehrwert von 30,00 EUR, bedeutet dies, dass der hypothetische Vergleichspreis $50,00 \text{ EUR} + 50 \% \times 30,00 \text{ EUR} = 65,00 \text{ EUR}$ beträgt. So ergibt sich ein ersatzfähiger Schaden in Höhe von $\text{EUR } 65,00 - \text{EUR } 60,00 = \text{EUR } 5,00$ je Aktie.

Wichtig dabei ist, dass dem Bieter nicht eine fiktive Beteiligungsquote (im Beispiel 50 %) aufgezwungen wird. Vielmehr wird nur die reale Quote, von der *er selbst* mittels seiner fehlerhaften Informationen suggeriert hat, dass er die Aktionäre der Zielgesellschaft in diesem Umfang an seinem Mehrwert beteiligen würde, auf den tatsächlich *ex ante* zu erwar-

¹¹⁷ Grundlegend dazu *Fischhoff*, 1 J. Exp. Psych.: Hum. Percep. & Perform. 288 (1975). Vgl. weiter *Rachlinski*, 65 U. Chi. L. Rev. 571 (1998); *Hawkins/Hastie*, 107 Psych. Bull. 311 (1990). Verkürzt gesprochen geht es um das bekannte Phänomen: "Nothing is so easy as to be wise after the event".

tenden Mehrwert bezogen. Hat bei einer suggerierten Beteiligungsquote von 5 % eine Gruppe von 80 % der Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot angenommen, so ist auf Grundlage spieltheoretischer Verhandlungskonzepte davon auszugehen, dass bei Veröffentlichung der zutreffenden Information *certeris paribus* eine Annahmquote von 80 % nur hätte erreicht werden können, wenn ebenfalls 5 % von dem dann offenbarten *tatsächlich* zu erwartendem Mehrwert geboten worden wären.

g) Besonderheiten bei Tauschangeboten

Bei einem Tauschangebot kann der Schaden auch darin liegen, dass die Angebotsunterlage fehlerhafte Angaben über bewertungsrelevante Umstände betreffend die als Gegenleistung gebotenen Aktien enthält. In diesem Fall besteht der Schaden wie auch sonst bei Transaktionen am Sekundärmarkt darin, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Aktien „zu billig“ verkaufen, weil sie über den tatsächlichen Wert der Gegenleistung getäuscht wurden.

h) Schadensberechnung bei pflichtwidriger Angebotsvereitelung

Einfacher bestimmt sich der Differenzschaden, wenn die Verwaltung der Zielgesellschaft pflichtwidrig den Erfolg des Übernahmeangebots vereitelt hat. Hier besteht der Schaden der Aktionäre darin, dass es ihnen unmöglich gemacht wird, den vom Bieter gebotenen Angebotspreis zu realisieren. Ihr Schaden besteht daher in der Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem unmittelbar nach dem Scheitern des Angebots am Sekundärmarkt erzielbaren Aktienkurs. Entschließen sie sich, die Aktien weiterhin zu halten und kommt es später zu einem weiteren Kurseinbruch, ist dieser weitere Schaden nicht vom Schutzzweck der Norm erfasst. Eine Ausnahme gilt selbstverständlich dann, wenn der weitere Kurseinbruch Folge des Aufdeckens einer Fehlinformation der Verwaltung ist, die im Zuge der Abwehr des Übernahmeangebots auch den Sekundärmarktpreis ungerechtfertigt in die Höhe getrieben hat.

§ 13 Kausalität

Große praktische Bedeutung hat die Frage der Kausalität im Kapitalmarktdeliktsrecht erlangt. Der BGH hat in ständiger Rechtsprechung zu § 826 BGB Anforderungen an die Kausalität aufgestellt,¹ die in nahezu allen veröffentlichten Entscheidungen von den Anspruchstellern nicht bewiesen werden konnten, so dass ihre Klagen am Nachweis der Kausalität gescheitert sind.² Tenor dieser BGH-Rechtsprechung ist, dass der Kläger den Nachweis eines kausalen Zusammenhangs zwischen der Fehlinformation und seinem individuellen Willensentschluss zum Kauf der Aktien erbringen muss und ihm dabei grundsätzlich keine Beweiserleichterungen zugute kommen. Die Kausalität ist stets sehr eng mit den Beweisanforderungen verknüpft und der Frage, ob Beweiserleichterungen gewährt werden oder sogar eine Umkehr der Beweislast angeordnet wird. In diesem Kapitel soll es zunächst nur darum gehen, wie die Verursachung im Kapitalmarktdeliktsrecht tatsächlich vonstatten geht. Erst wenn das hinreichend geklärt ist, können die Anforderungen an den zu erbringenden Beweis präzisiert werden.³

Der Schwerpunkt der bisherigen deutschen Diskussion liegt im Bereich der haftungsbegründenden Kausalität (dazu unter I.). Demgegenüber hat sich die Diskussion in den USA inzwischen auf die haftungsausfüllende Kausalität verlagert (dazu unter II.).

¹ BGHZ 160, 134, 144 ff.; 160, 149, 152 f.; BGH NJW 2004, 2668, 2671; BGH Beschl. v. 26.6.2006 – II ZR 206/05 (alle: Infomatec); BGH NJW 2005, 2450, 2453 (EM.TV); BGH NZG 2007, 269 f.; NZG 2007, 345, 346; NZG 2007, 346, 347; NZG 2007, 708, 709 ff.; NZG 2007, 711, 712 ff.; NZG 2008, 382, 384; WM 2008, 398, 399; NZG 2008, 386, 387 (alle: Comroad).

² Erfolgreich waren lediglich die Verfahren BGHZ 160, 149 und BGH NZG 2007, 269. Darüber hinaus wurde eine Reihe von Fällen an die Instanzgerichte zurückverwiesen.

³ Dazu unten S. 541 ff.

I. Haftungs begründende Kausalität

1. Abhängigkeit der Kausalität vom geschützten Rechtsgut

a) Schadensrechtliche Grundlagen

Die Verbindung zwischen der Handlung des Schädigers und der Einwirkung auf das geschützte Recht wird als haftungsbegründende Kausalität bezeichnet; dabei geht es darum die notwendigen Bedingungen des Erfolgsreintritts zu ermitteln.⁴ Die Kausalitätsfeststellung im Sinne dieser „conditio sine qua non“-Formel erfordert die Untersuchung, mit welchen abhängigen Ereignissen ein tatbestandsmäßiger Erfolg verbunden ist.⁵ Auch bei der Haftung für reine Vermögensschäden ist stets ein realer Erfolg vorgelagert, der wiederum Grundlage des Vermögensverlusts ist.⁶ Bei Verhaltensnormtatbeständen ist derjenige Schaden zu ersetzen, der ohne die Gesetzesverletzung als haftungsbegründende Ursache nicht eingetreten wäre,⁷ während bei Erfolgstatbeständen aus dem geschützten Rechtsgut selbst ein umfassendes Beeinträchtigungsverbot folgt.⁸ Es entstehen daher gänzlich andere Kausalitätsketten, je nachdem welche rechtlich geschützte Position man zugrunde legt, ob es um die Beeinträchtigung des Anlegervermögens durch Schädigung der Willensfreiheit oder durch Beeinflussung des Transaktionspreises geht.⁹

b) Beeinträchtigung der Willensfreiheit oder des Preisbildungsprozesses

Sämtliche Urteile des BGH zur Sekundärmarkthaftung stützen sich auf die Annahme, dass eine Kausalitätsverbindung zwischen der fehlerhaften Information und dem Entschluss des Anlegers, das Geschäft zu tätigen, hergestellt werden müsse. Diese Rechtsprechung kann somit keine Gültigkeit beanspruchen für die Fälle, in denen nicht der Willensentschluss, sondern die Veränderung eines Marktpreises Bezugspunkt der Kausalität ist.¹⁰

Den Ausführungen des BGH, auf den Nachweis des konkreten Kausalzusammenhangs zwischen der Täuschung und der Willensentscheidung des Anlegers könne nicht verzichtet und stattdessen – in Anlehnung an die so genannte fraud-on-the-market-theory des US-amerikanischen Kapital-

⁴ Siehe nur *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 300, 356.

⁵ *Rothenfußer*, Kausalität und Nachteil (2003), S. 16 ff.

⁶ *Stoll*, AcP 176 (1976), 145, 188 f.

⁷ *Hanau*, Die Kausalität der Pflichtwidrigkeit (1971), S. 85.

⁸ *Rothenfußer*, Kausalität und Nachteil (2003), S. 89 ff.

⁹ *Hopt/Voigt*, in: dies., Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 9, 96 ff., 133; *Schäfer*, NZG 2005, 985, 990 f.; unzutreffend dagegen *Hutter/Stürwald*, NJW 2005, 2428, 2430; *Unzicker*, WM 2007, 1596, 1600, die der Auffassung sind, es sei stets eine Beeinträchtigung der Anlageentscheidung erforderlich.

¹⁰ Ausführlich *Leuschner*, ZIP 2008, 1050, 1054 f.

marktrechts¹¹ – an das enttäuschte allgemeine Anlegervertrauen in die Integrität der Marktpreisbildung anknüpft werden,¹² kommt daher nur für den Fall Bedeutung zu, dass man den primären Verletzungserfolg in einer Beeinträchtigung der Willensfreiheit erblickt.¹³ Im Hinblick auf die Beeinträchtigung der Willensfreiheit ist den Ausführungen des BGH auch vorbehaltlos zuzustimmen; es kann nicht angenommen werden, dass ein relevanter individueller Irrtum vorliegt, wenn jemand nur allgemein auf einen Marktpreis „vertraut“.

Das Kapitalmarktdeliktensrecht, wie es in dieser Abhandlung entwickelt werden soll, schützt aber grundsätzlich nur vor durch die Beeinflussung der Preisbildung verursachte Vermögensschäden, während die Willensfreiheit des Anlegers grundsätzlich nicht geschützt wird.¹⁴ In diesem Fall besteht ein substantieller Unterschied zu den Prämissen der Rechtsprechung. Denn die Schädigung über eine Beeinflussung des Marktpreises ist völlig unabhängig von den individuellen Vorstellungen des Anlegers. Es ist daher auch kein „Vertrauen“, sei es nun konkret durch die Vorstellung eines Anlegers oder „typisiert“,¹⁵ erforderlich. Zwar ist die Haftung ausgeschlossen, wenn der Anleger positive Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit des Preises hat, siehe § 45 Abs. 2 Nr. 3 BörsG, §§ 37b Abs. 3, 37c Abs. 3 WpHG, § 12 Abs. 2 Nr. 3 WpÜG. Dabei handelt es sich aber nicht um eine Frage der Kausalität, sondern nach h.M. um einen Fall des schadensbegründenden Mitverschuldens.¹⁶ Die haftungsbegründende Kausalität ist daher von den subjektiven Vorstellungen einzelner Anleger unabhängig, zumal diese jeweils einzeln nicht die Marktmacht besitzen, alleine eine Preisänderung zu bewirken. Sie vollzieht sich alleine über die Preisbildung am Markt.¹⁷

Im Folgenden ist daher zunächst die Kausalität bei Beeinträchtigung von Preisbildungsprozessen zu behandeln. Nur in Sondersituationen kommt der Willensfreiheit der Anleger Bedeutung zu.

¹¹ Zu dieser ausführlich oben S. 94 ff.

¹² BGH NZG 2007, 345, 346; NZG 2007, 346, 347; NZG 2007, 269; NZG 2007, 708, 709; NZG 2007, 711, 713; NZG 2008, 382, 384; WM 2008, 398, 399; NZG 2008, 386, 387.

¹³ Anders obiter dictum BGH NZG 2007, 346, 347; krit. dazu zu Recht *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93, 135; *Klöhn*, LMK 2007, 240021; *Wagner*, ZGR 2008, IV 4 b) (im Erscheinen). Der BGH beschränkt seine Aussage aber ausdrücklich auf § 826 BGB.

¹⁴ Vgl. oben S. 174 ff. A.A. aber für Primär- und Sekundärmarkt BGH NZG 2007, 708, 711 (obiter dictum).

¹⁵ Die Rechtsfigur des „typisierten“ Vertrauens hat der BGH im Zusammenhang der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung entwickelt, vgl. BGHZ 74, 103, 109.

¹⁶ Vgl. nur *Zimmer*, in: *Schwarck, KMRK*³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 77 m.w.N.

¹⁷ So auch *Wagner*, ZGR 2008, IV 4 b) (im Erscheinen).

2. Haftungsbe gründende Kausalität in normalen Marktphasen

Die haftungsbe gründende Kausalität in normalen Marktphasen besteht in einer Beeinflussung des Emissionspreises oder des Sekundärmarktkurses durch die Veröffentlichung einer fehlerhaften Kapitalmarktinformation oder durch einen sonstigen Verstoß gegen Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses. Gegenstand der haftungsbe gründenden Kausalität ist nur die Tatsache der Preisbeeinflussung als solcher; ihre Höhe stellt bereits eine Frage der haftungsausfüllenden Kausalität dar.¹⁸

Eine Kurseinwirkung an sich entzieht sich allerdings der direkten Wahrnehmung, weil aufgrund der Schnelligkeit und Anonymität des Wertpapierhandels niemand genau sagen kann, welche Faktoren bei der Mehrheit der Anleger, die zum fraglichen Zeitpunkt Geschäfte in den Wertpapieren getätigt haben, welche Rolle gespielt haben. Derartige Probleme der Kausalitätsfeststellung sind jedoch keine Besonderheit des Kapitalmarktdeliktsrechts, sie stellen sich vielmehr ebenso bei Umweltdelikten oder bei der Produkthaftung.¹⁹ Anders als in diesen Bereichen liegt im Bereich der Preisbildung am Kapitalmarkt die Lage einfacher. Dort sind teilweise nicht einmal die wirkenden Naturgesetze bekannt, während in der Finanzwissenschaft über die *Grundsätze* der Informationsverarbeitung im Rahmen der Preisbildung am Kapitalmarkt weitgehend Einigkeit herrscht.²⁰

a) Preisbildung am Sekundärmarkt

Die Grunderkenntnisse über die Preisbildung am Sekundärmarkt können wie folgt zusammengefasst werden: Der Preis bildet sich durch Angebot und Nachfrage. Die Entscheidung, als Marktteilnehmer anzubieten oder nachzufragen, trifft jeder Anleger auf Grundlage seines Wissens über das Papier und die Konkurrenzpapiere. Für die Preisbildung insgesamt wird der Grenzpreis relevant, der sich aus der Gesamtheit der Einschätzungen aller Marktteilnehmer von einer Information ergibt. Besonders wichtig sind dabei die professionellen Marktteilnehmer, die alle öffentlich verfügbaren Informationen auswerten und teilweise sogar selbst recherchieren, um sich einen Wissensvorsprung zu verschaffen. Durch den Versuch, diesen Wissensvorsprung auszunutzen (d.h. das Finanzinstrument billiger zu kaufen oder teurer zu verkaufen, als es nach der eigenen Einschätzung der

¹⁸ Hopt/Voigt, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 135; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, *Ad-hoc-Publizität* (2003), § 14 Rn. 125 a.E.

¹⁹ Für einen Vergleich der Kausalitätsanforderung in diesen Bereichen und zur Übertragbarkeit auf die Kapitalmarkthaftung ausführlich Hellgardt, *ZIP* 2005, 2000, 2004 (im strafrechtlichen Kontext). Im zivilrechtlichen Kontext siehe auch die Abhandlungen von Romerio, *Toxische Kausalität* (1996) und Seyfert, *Mass Toxic Torts* (2004).

²⁰ Siehe oben S. 123 ff.

neuen Information wirklich wert ist), fließt das jeweilige Wissen (d.h. die Information) in den Preis ein, weil genau solange Geschäfte gemacht werden, wie es dem betreffenden Marktteilnehmer auf Grundlage der neuen Information noch vorteilhaft erscheint. Jedes Kauf- oder Verkaufangebot uninformierter Anleger zu einem der wirklichen Informationslage inadäquaten Preis wird durch professionelle Arbitrageure ausgenutzt. Wenn Angebot und Nachfrage zu einem neuen Gleichgewichtspreis gekommen sind, ist die Information „eingepreist“. Die Vorstellungen, die einzelne Anleger ihren Anlageentscheidungen zugrunde legen, sind daher für den Preisbildungsprozess am Markt irrelevant.²¹ Die Kapitalmarkttheorie ist zwar noch weit davon entfernt, alle tatsächlich auftretenden Kursveränderungen erklären zu können,²² die Mechanismen der Verarbeitung einzelner Informationen sind dabei aber sehr gut erforscht. Dies ist in den Wirtschaftswissenschaften im Grundsatz unbestritten.²³

Wichtig ist dabei die Feststellung, dass es sich bei diesen Gesetzmäßigkeiten um tatsächlich am Kapitalmarkt zu beobachtende Vorgänge handelt, die als solche nicht etwa durch Beweisregeln fingiert werden müssten. Beweisrechtlich relevant wird erst die Frage, welche Anforderungen an den Nachweis einer konkreten Preisbeeinflussung zu stellen sind.

b) Preisbildung am Primärmarkt

Ganz ähnliche Erwägungen gelten auch für die Preisbildung am Primärmarkt. Bei Bookbuilding- oder Auktionsverfahren geben die professionellen Investoren – denen im Regelfall der ganz überwiegende Großteil der Emission zugeteilt wird²⁴ – ihre Gebote unter Zugrundelegung der vom Emittenten veröffentlichten Informationen ab.²⁵ Dabei offenbaren sie ihren

²¹ Es ist daher zwischen der durch den Preisbildungsprozess vermittelten Kausalität und der durch eine Meldung möglicherweise hervorgerufenen „Anlagestimmung“ zu unterscheiden; zu Letzterer sogleich unten S. 527 f.

²² Laut *Ferrell*, 28 J. Corp. L. 503, 504 et seq. (2003) kann die Kapitalmarkttheorie nur 20-30 % der tatsächlich auftretenden Kursveränderungen erklären.

²³ Aus der deutschsprachigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vgl. etwa *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt⁵ (2004), S. 398 ff.; *Perridon/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung¹⁴ (2007), S. 199; *Schmidt/Terberger*, Investitions- und Finanzierungstheorie⁴ (1997), S. 209 ff. Zur Rezeption im deutschen Kapitalmarktrecht siehe z.B. *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 31; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG (2007), §§ 37b, c Rn. 356 ff.; *Sauer*, Falschinformation des Sekundärmarkts (2004), S. 127 ff.; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität (1999), S. 62 ff.; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 377 ff.

²⁴ Vgl. *Gravenhorst*, Plazierungsverfahren bei Aktienemissionen und der Anspruch auf Zuteilung (2003), S. 43.

²⁵ Die Verzahnung der Angebotsphase mit der Information der Anleger, die zur Einbeziehung der Investoren in den Preisbildungsprozess führt, wird allgemein als der

je persönlichen Grenzpreis, aus dem der Bookrunner dann den Preis ableiten kann, zu dem die Emission so stark überzeichnet ist, dass auch der Übergang zum funktionierenden Sekundärmarkt gewährleistet ist. Der aggregierte Grenzpreis, zu dem die Zuteilung letztlich erfolgt, beruht daher auf einem tatsächlichen Preisbildungsprozess. Das Gebot einzelner Privatanleger spielt dabei wiederum keine entscheidende Rolle.²⁶ Dieser Preisverarbeitungsmechanismus funktioniert unabhängig davon, ob die einzupreisende Information im Prospekt als solchem enthalten ist oder etwa im Rahmen von Roadshows oder anderer emissionsbegleitender Publizität veröffentlicht wird.

Auch hier handelt es sich um tatsächliche Vorgänge und nicht um beweisrechtliche Fiktionen. Besondere beweisrechtliche Aufmerksamkeit erfordert erst die Frage, wie festgestellt werden kann, welchen Grenzpreis die preisbildenden Anleger bei ordnungsgemäßer Information zugrunde gelegt hätten und zu welchem Emissionspreis auf dieser Grundlage die Zuteilung erfolgt wäre.

c) Preisbildung im Übernahmerecht

Wiederum analog stellt sich die Rechtslage im Übernahmerecht dar. Veröffentlicht der Bieter fehlerhafte Informationen, beeinträchtigt er damit die Bildung der subjektiven Grenzpreise, zu denen die preisbildenden Aktionäre der Zielgesellschaft bereit sind, das Angebot anzunehmen. Für die Masse der Kleinanleger, die sich bei ihrer Anlageentscheidung an den veröffentlichten Zwischenständen orientiert, erfolgt die Schädigung wiederum vermittelt der falschen Marktsignale. Genau gegensätzlich wirken Fehlinformationen durch die Verwaltung der Zielgesellschaft, indem sie die Annahmefähigkeit der preisbildenden Aktionäre ungerechtfertigt absenken. Keine Kausalitätsprobleme bestehen im Regelfall bei unrechtmäßigen Verteidigungsmaßnahmen, da diese final darauf abzielen, das Angebot zu Fall zu bringen.

3. Haftungsbegründende Kausalität in Sondersituationen

Bei Emissionen von Anlagewerten ohne Sekundärmarkt sowie bei Fehlinformationen des Sekundärmarkts in sog. "hot markets" kommt ausnahmsweise eine Rückabwicklung der Transaktion in Betracht.²⁷ In diesen Situationen muss auch die haftungsbegründende Kausalität anders bestimmt

wesentliche Vorteil des Bookbuilding angesehen, vgl. *Koch/Wegmann*, *Praktikerhandbuch Börseneinführung*³ (2000), S. 165; *Schanz*, *Börseneinführung*³ (2007), S. 340.

²⁶ Vgl. *Gravenhorst*, *Platzierungsverfahren bei Aktienemissionen und der Anspruch auf Zuteilung* (2003), S. 43.

²⁷ Siehe oben S. 502 f. und S. 510.

werden, weil die reine Einwirkung auf den Preis nur den Ersatz eines Minderwerts der Beteiligung, nicht aber die Übertragung der Finanzinstrumente gegen Erstattung des Erwerbspreises zu rechtfertigen vermag.²⁸ Stattdessen wird hier die Willensbildung des einzelnen Geschädigten zum Bezugspunkt der haftungsbegründenden Kausalität.

a) *Vertrieb von Anlagen ohne funktionsfähigen Sekundärmarkt*

Beim Vertrieb von Anlagen, für die kein Sekundärmarkt besteht, kommt es zumeist auch nicht zu einem wirklichen Preisbildungsprozess am Primärmarkt.²⁹ Dabei handelt es sich vor allem um Fondsanteile in der Rechtsform von KG-Anteilen, GmbH-Anteilen oder Beteiligungen an derartigen Gesellschaftsanteilen über Treuhandkonstellationen, ggf. auch um vinkulierte Namensaktien oder um Namensschuldverschreibungen. Derartige Anlagen werden in der Regel durch einen Anbieter vertrieben, der sie zu einem festen Preis zum Erwerb anbietet, ohne dass eine Auktion oder ein Bookbuilding-Verfahren durchgeführt würde. Vorrangiges Anlageziel in diesen Märkten ist es häufig, Verbesserungen der Einkommenssteuersituation durch Verlustzuweisungen zu erreichen. Institutionelle Anleger investieren deshalb regelmäßig nicht in derartigen Marktsegmenten, zumal auch die typischen Anlagegegenstände wie Immobilien oder Schiffsbeteiligungen für größere Anleger nicht in Fondsform attraktiv sind. Daher sind auf derartigen Märkten die oben dargestellten Kausalitätsmechanismen über die Preisbildung am Primärmarkt³⁰ nicht einschlägig.

aa) *Anlagestimmung*

Steht der Anleger lediglich vor der Wahl, ob er ein Festpreisangebot annehmen oder auf den Erwerb der betreffenden Vermögensanlage verzichten möchte, kommt es im Grundsatz tatsächlich darauf an, welche Vorstellungen den individuelle Geschädigten bei seiner Anlageentscheidung geleitet haben. Das Reichsgericht hat allerdings ausgeführt, für die Annahme der Kausalität genüge bereits die Möglichkeit eines ursächlichen Zusammenhangs zwischen den unrichtigen Angaben des Prospekts und dem Aktienerwerb, die schon dann gegeben sei, wenn sich unter Mitwirkung der offenkundigen, allgemeinen Verhältnisse eine dem Inhalte des Prospekts entsprechende Stimmung des zur Aufnahme der Papiere angeru-

²⁸ Siehe oben S. 519 f.

²⁹ Dies ist kein Zufall, dient eine marktliche Preisfindung am Primärmarkt doch vorrangig dazu, die Wertpapiere möglichst nahe an den zu erwartenden Sekundärmarktpreis heranzuführen und dadurch unnötige Volatilitäten zu verhindern, vgl. *Ekkenga/Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen (2006), S. 93 f.; *Meyer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Hdb. börsennotierte AG (2005), § 7 Rn. 32.

³⁰ Siehe oben S. 522 f.

fenen Publikums gebildet hat und der Erwerber dadurch zum Erwerbe bestimmt worden ist.³¹ Dazu sei nicht erforderlich, dass der Anspruchsteller den Prospekt gelesen hat oder ihn überhaupt kennt, wenn er nur, beeinflusst durch diese Stimmung, die Wertpapiere erworben hat.³² Diese „Anlagestimmung“ wurde in ständiger Rechtsprechung beibehalten,³³ ehe der Gesetzgeber die Rechtsfigur 1998 in die Form der Beweislastumkehr des § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG gegossen hat.³⁴

Die Anlagestimmung wurde allerdings am Beispiel der öffentlichwirksamen Börsenemission entwickelt. Im Normalfall des öffentlichen Angebots geschlossener Fonds dürfte eine derartige „Stimmung“ in Anlegerkreisen bezogen auf eine der zig gleichzeitig angebotenen Beteiligungsmöglichkeiten tatsächlich kaum je entstehen. Insoweit stellen die §§ 13 VerkProspG, 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG eine gesetzliche Fiktion ohne tatsächliche Grundlage dar.

bb) Kausalität bei der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung

Allerdings hat sich die Rechtsprechung im Bereich der bisherigen bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung wenig schwer getan, den Kausalzusammenhang zwischen Prospektfehler und Anlageentscheidung des Anspruchstellers festzustellen. Hier hat der BGH in ständiger Rechtsprechung angenommen, es entspreche der „Lebenserfahrung“, dass ein in wesentlichen Punkten unrichtiger Prospekt für den auf seiner Grundlage erklärten Beitritt ursächlich gewesen ist.³⁵ Den Prospektverantwortlichen treffe daher die Darlegungs- und Beweislast dafür, dass der Schaden auch bei pflichtgemäßer Aufklärung und Information eingetreten wäre.³⁶ Sodann hat der BGH ausgeführt, es bleibe jedoch Sache des Tatrichters, im Rahmen der nach § 286 ZPO gebotenen Gesamtwürdigung nach Erhebung der etwa angetretenen Beweise zu entscheiden, ob er von der Ursächlichkeit des Aufklärungsmangels für den Beitrittsentschluss überzeugt ist. Dabei seien

³¹ Das klassische Beispiel für eine solche Stimmung, die weit über die üblichen Anlegerkreise hinaus viele zur Anlage verleitet hat, war in neuerer Zeit der Börsengang der Deutschen Telekom 1996; vgl. etwa DIE ZEIT vom 27.9.1996, S. 29 („Trommeln, tarnen, Telekom“).

³² RGZ 80, 196, 204 f. Nach *Nußbaum*, BörsG (1910), § 46 III d) (S. 195) soll auch nicht erforderlich sein, dass der Anleger überhaupt in der Lage ist, bei Kenntnis des Prospekts, selbst wenn dieser richtig ist, dessen Tragweite zu übersehen.

³³ Siehe etwa BGHZ 139, 225, 233; BGH NJW 1982, 2827, 2828; OLG Düsseldorf WM 1984, 586, 591; OLG Frankfurt NJW-RR 1994, 946, 948 f.

³⁴ Vgl. Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 76.

³⁵ BGHZ 79, 337, 346; 84, 141, 148; BGH NJW 1992, 3296 f. Zuletzt wieder BGH ZIP 2008, 1118, 1119 f.

³⁶ BGH NJW 1990, 2461, 2463 f. (insoweit nicht abgedruckt in BGHZ 111, 314); BGHZ 115, 214, 223.

einerseits die Gründe, die der Geschädigte dafür vorgetragen hat, warum er sich bei Kenntnis aller ihm zu offenbarenden Umstände gegen den Vertragsschluss entschieden hätte, andererseits aber auch die objektive Bedeutung zu berücksichtigen, die die dem Zeichner verschwiegenen Tatsachen für die Werthaltigkeit des Anlageobjekts hatten.³⁷

Diese Rechtsprechung lässt nur den Schluss zu, dass im Bereich der Anlagen, deren Vermarktung nicht derart öffentlich erfolgt, dass sich tatsächlich eine „Stimmung“ zum Erwerb bilden kann, bei einem fehlenden Preisbildungsprozess am Primärmarkt die Schädigung im Grundsatz nur durch persönliche Kenntnisnahme von dem fehlerhaften Prospekt durch den Anleger vermittelt werden kann. Alle weitergehenden Ausführungen zielen schon auf die Frage, welche Beweisforderungen zu stellen sind, unter welchen Voraussetzungen die persönliche Kenntnisnahme also unterstellt (oder auch fingiert) werden darf.

b) Fehlinformationen bei Marktanomalien

aa) Problemstellung

Geradezu komplementär zu dem gerade besprochenen Fall verhält sich die Situation in sogenannten “hot markets”. Dort existieren zwar eigentlich Preisbildungsmechanismen, nur hat das Publikum eine derart euphorische Stimmung ergriffen, dass die an den Markt gelangenden Orders keine Spiegelung in den realen Ertragsaussichten der Wertpapiere mehr finden; zugleich versagen auch die marktlichen Arbitragemechanismen, die für eine Konsolidierung der Kurse sorgen könnten.³⁸ Wird der Preisverarbeitungsprozess am Sekundärmarkt derart verzerrt, kommt es zwar weiterhin zu Kursreaktionen aufgrund von veröffentlichten Informationen.³⁹ Diese können aber nicht mehr als Messung für den Schaden einzelner Anleger aufgrund fehlerhafter Informationen herangezogen werden, weil der durch eine an den Markt gegebene Information bewirkte Kursauschlag nicht mehr mit ihren Auswirkungen für die Bewertung des Emittenten korreliert. Die Kausalität muss daher in diesen Fällen anders hergestellt werden.⁴⁰

³⁷ BGH NJW-RR 1991, 1246, 1248; BGH NJW 1992, 3296, 3297.

³⁸ Ausführlich oben S. 130 ff. Anders als *Findeisen/Backhaus*, WM 2007, 100, 106 mit Fn. 75 meinen, hängt die Annahme eines “hot market” nicht von der mittels des V-Dax messbaren Volatilität des Marktes ab. Ausführlich zur Entstehung von “hot markets” *Kowalewski*, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 438 ff. Zur beweisrechtlichen Umsetzung im Rahmen des Kapitalmarktdeliktsrechts unten S. 545.

³⁹ Vgl. *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2005 im Zusammenhang mit der Einwirkung auf den Kurs i.S.v. § 38 Abs. 2 WpHG, für den es nur darauf ankommt, dass aufgrund einer Fehlinformation ein anderer Kurs besteht, als er sich ohne die Meldung gebildet haben würde.

⁴⁰ Siehe schon *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839, 1841. Für das US-Recht *Dunbar/Heller*, 31 Del. J. Corp. L. 455 (2006).

bb) Kapitalmarktinformationen und irrationale Überbewertungen

Einer der Gründe für die Preisübertreibungen liegt darin, dass sich nach den Erkenntnissen der behavioral finance regelrechte Modewellen („fads“) bilden, die im Sinne einer Kettenreaktion ganze Branchen erfassen und die entsprechenden Emittenten in mit den fundamentalen Unternehmensdaten nicht mehr erklärliche Höhen katapultieren können.⁴¹

Veröffentlicht ein Emittent in einer derartigen Marktsituation eine fehlerhafte Ad-hoc-Meldung, etwa wie im Fall Infomatec durch Aufblähung eines tatsächlich nur kleinen Auftrags,⁴² kann dies dazu führen, dass er in der Markteuphorie als eines der Unternehmen wahrgenommen wird, die auch „dazugehören“. In der Folge kommt es zu einer Weiterverbreitung dieses Wissens durch Herdenverhalten und Informationskaskaden, die vereinfacht gesprochen darauf beruhen, dass sich Investoren in ihren Entscheidungen an den Entscheidungen anderer Investoren ausrichten.⁴³ Derartige Verhaltensmuster erklären, wie es dazu kommen kann, dass eine einzelne Meldung den Boom einer Aktie auslöst, ohne dass die einzelnen Käufer diese Meldung persönlich zur Kenntnis genommen haben, ja überhaupt von ihrer Existenz wissen.

cc) Anlagestimmung am Sekundärmarkt nach der BGH-Rechtsprechung

Der BGH hat in seiner Rechtsprechung zur Sekundärmarkthaftung ausgeführt, eine Anlagestimmung komme bei der Ad-hoc-Publizitätshaftung grundsätzlich nicht in Betracht, weil eine Ad-hoc-Mitteilung, anders als ein Börsenzulassungsprospekt, in der Regel weder dazu bestimmt noch geeignet sei, über alle anlagerelevanten Umstände des Unternehmens vollständig zu informieren; vielmehr beschränke sich der Informationsgehalt der Ad-hoc-Mitteilung im allgemeinen ausschnittartig auf wesentliche aktuelle, neue Tatsachen aus dem Unternehmensbereich. Dennoch sei es denkbar, dass sich im Einzelfall – je nach Tragweite der Information – aus positiven Signalen einer Ad-hoc-Mitteilung auch eine regelrechte Anlagestimmung für den Erwerb von Aktien entwickeln könne.⁴⁴ Inzwischen hat der BGH eine Konkretisierung dahingehend vorgenommen, die besondere Art und das Ausmaß der Irreführung des Börsenpublikums durch Falschmitteilungen sowie die Dauer der Fehleinschätzung des Marktes bis zur

⁴¹ Aggarwal/Rivoli, 19 (4) Fin. Manage. 45 (1990); Lee/Shleifer/Thaler, 46 J. Fin. 75 (1991); Ritter, 46 J. Fin. 3 (1991); Shiller, 4 (2) J. Econ. Persp. 55 (1990). Aus Sicht des deutschen Kapitalmarktrechts Kowalewski, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre (2008), S. 447.

⁴² Für den Sachverhalt siehe BGHZ 160, 134.

⁴³ Banerjee, 107 Q. J. Econ. 797 (1992); Bikhchandani/Hirshleifer/Welch, 100 J. Pol. Econ. 992 (1992); Shiller, Irrational Exuberance (2000), p. 148 et seq.

⁴⁴ BGHZ 160, 134, 146; BGH NJW 2004, 2668, 2671.

Aufdeckung der Machenschaften könnten nicht mit einer permanenten konkreten Anlagestimmung gleichgesetzt werden. Insbesondere zwischenzeitliche Kurseinbrüche müssten berücksichtigt werden. Es bedürfe daher einer durch konkrete Anknüpfungstatsachen belegten, fundierten markttechnischen Analyse und Einordnung der Entwicklung der Aktie, aus der sich eine Anlagestimmung für den konkreten Fall rechtlich einwandfrei ableiten ließe.⁴⁵ Zur Vielfältigkeit kursbeeinflussender Faktoren am Kapitalmarkt verweist die Entscheidung auf das erste Infomatec-Urteil, in dem wesentliche Änderungen des Börsenindex, der Konjunktüreinschätzung oder auch neue Unternehmensdaten, wie z.B. ein neuer Jahresabschluss, ein Halbjahres- oder Quartalsbericht oder aber eine neue Ad-hoc-Mitteilung als Beispiele genannt werden.⁴⁶

dd) "Hot Markets" als Ausdruck einer Anlagestimmung

Das Konzept der Anlagestimmung, das dem II. Zivilsenat des BGH vorzuschweben scheint, korrespondiert mit dem, was die ökonomischen Theorien als durch Modewellen, Blasenbildungen und ähnliche Phänomene ausgelöste Kapitalmarktentwicklungen beschreiben.⁴⁷ Die vom BGH geforderte „fundierte markttechnische Analyse und Einordnung der Entwicklung der Aktie“, aus der sich eine Anlagestimmung im Einzelfall ableiten lassen können soll, kann nur darauf gerichtet sein, zu belegen, dass es im Anschluss an die Veröffentlichung der inkriminierten Meldung zu einer merklich erhöhten Nachfrage nach der Aktie und damit einhergehend einer deutlichen Kurssteigerung gekommen ist.⁴⁸ Derartige empirische Daten können als Indiz dafür gelten, dass die betreffende Ad-hoc-Mitteilung eine Nachfrage generiert hat, die sich von der durch den Inhalt der Meldung implizierten Neubewertung der Aktie ablöst und zu einer Markteuphorie führt wie sie durch die behavioral finance beschrieben wird.

Fraglich erscheint aber die Einschätzung, nach der zwischenzeitlich veröffentlichte neuere Informationen zum Abbruch der Anlagestimmung

⁴⁵ BGH NZG 2007, 708, 709. Die Feststellungen des OLG München in dem zugrunde liegenden Verfahren, es sei dem Vorstand gelungen, durch seine Falschmitteilungen über die Beklagte die gesamte interessierte Öffentlichkeit zu täuschen und zu einer viel zu hohen Wertschätzung der Aktie der Beklagten zu führen, die unabhängig von allen Kursschwankungen in der Zeit von 1999 bis Anfang 2002 andauerte, erschöpft sich laut BGH in einer lapidaren, oberflächlichen Zustandsbeschreibung. Krit. dazu *Findeisen*, NZG 2007, 692, 693 f., der aber zu wenig beachtet, dass der BGH nicht die Figur der Anlagestimmung am Sekundärmarkt de facto abgelehnt, sondern vielmehr die Voraussetzungen für ihre Feststellung präzisiert hat.

⁴⁶ BGH NZG 2007, 708, 709 unter Verweis auf BGHZ 160, 134, 146.

⁴⁷ Siehe schon *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839, 1841.

⁴⁸ *Möllers/Leisch*, in: *KK-WpHG* (2007), §§ 37b, c Rn. 327.

führen sollen,⁴⁹ so dass nach dem Konzept des BGH nun untersucht werden müsste, ob die neue Meldung selbst fehlerhaft war und ihrerseits eine Anlagestimmung ausgelöst hat. Es ist aber gerade die Eigenart des Herdenverhaltens und der Informationskaskaden, dass sich die Einschätzung der Anleger von den tatsächlichen Nachrichten abkoppelt und auf dem Gerücht beruht, es handele sich um eine viel versprechende Aktie. Die Existenz derartiger „allgemein bekannter Geheimtipps“ wird durch nachfolgende Kapitalmarktinformationen – sofern diese nicht explizit zum Inhalt haben, dass das Management von einer irrationalen Überbewertung ausgeht⁵⁰ – grundsätzlich nicht berührt. Entgegen der Auffassung des BGH sind daher auch in “hot markets” länger andauernde Anlagestimmungen möglich.

ee) Abgrenzung zur unterlassenen Warnung bei krasser Überbewertung

Nur zur Vermeidung von Missverständnissen sei noch darauf hingewiesen, dass die Kausalität einer pflichtwidrig unterlassenen Warnmeldung im Falle außerordentlicher Überbewertungen der eigenen Aktien⁵¹ nicht in den vorliegenden Zusammenhang gehört. Unterlässt der Emittent die gebotene, zur Preiskorrektur führende Meldung, besteht durchaus eine streng durch den Preis vermittelte Kausalität, weil im Falle pflichtgemäßen Verhaltens der Kurs der Aktie wieder auf ein fundamental gerechtfertigtes Niveau zurückgekehrt wäre und der Anleger daher genau um den Differenzbetrag geschädigt ist, der zu dem durch die Aufrechterhaltung der Markteuphorie geschaffenen Sekundärmarktpreis besteht. Ob der bezahlte Preis unter den Marktgegebenheiten „realistisch“ ist, ist insoweit unerheblich.⁵²

II. Haftungsausfüllende Kausalität und Mitverschulden

1. Haftungsausfüllende Kausalität

Dass der gezahlte Preis durch eine Fehlinformation verzerrt war, ist für die Begründung eines kausalen Schadens notwendig, aber nicht hinreichend. Vielmehr stellt die pflichtwidrige Beeinflussung des Börsenkurses oder Emissionspreises nur die auch im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB vorausgesetzte Primärschädigung dar, die den sachlich-gegenständlichen Schutz-

⁴⁹ So erklärt sich wohl die Skepsis des BGH, es sei fern liegend, anzunehmen, eine Anlagestimmung könne zwei Jahre angedauert haben, vgl. BGH NZG 2007, 708, 709. Ausdrücklich OLG München NZG 2005, 681, 683.

⁵⁰ Zur Pflicht, eine solche Meldung abzugeben siehe oben S. 263 ff, zu den dadurch ausgelösten Sorgfaltspflichten siehe S. 481 ff. Eine solche Meldung wird in der Regel ein erhebliches Medienecho auslösen und ob des expliziten Inhalts, anders als etwa neue Bilanzzahlen o.ä., auch die euphorisch gestimmten Anleger erreichen.

⁵¹ Siehe Fn. 50.

⁵² Vgl. LG München I NZG 2005, 523, 524.

bereich eingrenzt, so dass nur dadurch vermittelte (Folge-)Schäden zu ersetzen sind.⁵³ Um einen konkreten Vermögensschaden ersetzt zu bekommen, bedarf es daher der haftungsausfüllenden Kausalität, also eines Zusammenhangs zwischen Rechtsverletzung und Schaden.⁵⁴

a) *Erfordernis eines Kursverlusts*

Die haftungsausfüllende Kausalität ist jedenfalls dann fraglich, wenn es auch nach Bekanntwerden der Fehlinformation nicht zu einem Kursverlust kommt. In den USA hat die Dura-Entscheidung des Supreme Court insofern eine heftige Diskussion ausgelöst.⁵⁵ Dabei ging es um einen Fall, indem der Kurs nach Bekanntwerden der Fehlinformation zwar kurzfristig abgesunken war, sich wenig später aber wieder erholt hatte, ohne dass neue kursrelevante Informationen bekannt geworden wären.⁵⁶ Im deutschen Recht trifft § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG für derartige Fallkonstellationen die Regelung, dass der Schadensersatzanspruch nicht besteht, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat. Dies kann als allgemeines Prinzip des Kapitalmarktdeliktsrechts gelten und ist auch auf die anderen Tatbestände, auch im Bereich der Sekundärmarkthaftung, zu übertragen.

b) *Anderweitige Kursverluste und Entfallen der Kursrelevanz*

Schwierigkeiten bereiten Fälle, in denen es auch aus anderen, mit dem schädigenden Ereignis nicht in Zusammenhang stehenden Gründen zu einer Minderung des Börsenkurses kommt.⁵⁷ Insofern muss sichergestellt werden, dass im Rahmen der Schadensberechnung nur der spezifisch auf die fehlerhafte Information entfallende Minderwert des Finanzinstruments ersetzt wird.⁵⁸

Die haftungsausfüllende Kausalität kann zudem entfallen, wenn sich der Kurs vor dem Bekanntwerden der Informationspflichtverletzung aus anderen Gründen wieder als richtig darstellt. Treten zwischenzeitlich Umstände ein, die die Kursrelevanz der fehlerhaften Information entfallen lassen und im Sinne einer überholenden Kausalität den Börsenkurs wieder auf das

⁵³ Vgl. *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung (1998), S. 250 f.

⁵⁴ Dazu *Deutsch*, Allgemeines Haftungsrecht² (1996), Rn. 127.

⁵⁵ *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341et seq. (2005); zur dadurch ausgelösten Diskussion siehe insbesondere *Fox*, 31 J. Corp. L. 829 (2006).

⁵⁶ Dazu und zu den Hintergründen der Entscheidung im US-Haftungsrecht siehe *Klöhn*, RIW 2005, 728.

⁵⁷ Dazu ausführlich *Fleischer/Kalss*, AG 2002, 329.

⁵⁸ Dazu ausführlich unten S. 542 ff.

fundamental gerechtfertigte Niveau zurückbringen,⁵⁹ fehlt es hinsichtlich der während der Phase der Desinformation getätigten Transaktionen an der haftungsausfüllenden Kausalität.

2. Mitverschulden

a) Schadensbegründendes Mitverschulden

Eng verwandt mit der haftungsausfüllenden Kausalität ist der Haftungsausschluss bzw. eine Haftungsminderung im Falle des Mitverschuldens. Die Vorschriften der § 45 Abs. 2 Nr. 3 BörsG, § 127 Abs. 3 S. 2 InvG, §§ 37b Abs. 2, 37c Abs. 3 WpHG und § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG, wonach jeweils positive Kenntnis der Fehlinformation zu einem Ausschluss der Haftung führt, werden von der h.M. als Fall des schadensbegründenden Mitverschuldens angesehen.⁶⁰

Anders als bei § 254 Abs. 1 BGB führt die Mitwirkung an der Schadensentstehung hier zu einem generellen Haftungsausschluss. Dies erscheint unter Kompensationsgesichtspunkten zunächst fragwürdig, weil damit für denjenigen, der – auf welchem Wege auch immer – Kenntnis von einer Fehlinformation erlangt hat, die Desinvestitionsmöglichkeit de facto abgeschnitten ist, würde er doch gezwungen, die Anlage unter Wert zu verkaufen und könnte dann nicht einmal den Differenzschaden geltend machen. Andererseits schneidet der Haftungsausschluss die Möglichkeit missbräuchlicher Transaktionen mit Erpressungspotential ab, weil es dem Anleger nicht möglich ist, in Kenntnis der Fehlinformation noch anspruchsbegründende Transaktionen in großem Umfang zu tätigen.⁶¹ Die antizipierte Möglichkeit erpresserischer Klagen dürfte aber grundsätzlich eher zu weiteren Vertuschungsaktionen (oder heimlichen Abfindungszahlungen) als zu ehrlichem Publizitätsverhalten seitens des Emittenten führen. Daher stärkt die durch den Haftungsausschluss bewirkte Verminderung erpresserischer Klagen letztlich die verhaltenssteuernden Präventionseffekte, indem eine größere Bereitschaft der Emittenten zu erwarten ist, einmal aufgetretene Fehlinformationen auch tatsächlich zu korrigieren. Weil das Kapitalmarktdeliktsrecht aber vorrangig der Verbesserung der Corporate Governance der Emittenten dient, muss der hinsichtlich der

⁵⁹ Beispiel: Die Fehlinformation über Fortschritte in der Entwicklungsabteilung verliert ihre Kursrelevanz, wenn die Voraussetzungen für eine Produktion entfallen, sei es, weil die einzige Produktionsstätte zerstört wird oder Rohstoffpreise derart steigen, dass eine Herstellung nicht mehr wirtschaftlich wäre.

⁶⁰ Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 77 m.w.N.

⁶¹ Wie bereits oben gezeigt, können erpresserische Klagen nur dann erfolgreich sein, wenn der Kläger eine erhebliche Anzahl von Finanzinstrumenten zum verfälschten Preis gehandelt hat, weil nur dann der Differenzschaden eine Höhe annimmt, die geeignet ist, wirtschaftlichen Druck auf den Emittenten auszuüben; siehe oben S. 393.

Schadenskompensation eintretende Nachteil hingenommen werden. Der Haftungsausschluss im Falle positiver Kenntnis ist also letztlich aus dem Regelungszweck des Kapitalmarktdeliktsrechts gerechtfertigt. Er ist daher als allgemeines Prinzip des Kapitalmarktdeliktsrechts auch auf die anderen Fälle der Fehlinformation zu übertragen⁶² und verdrängt die allgemeine Regelung des § 254 Abs. 1 BGB.

b) *Schadensminderungspflicht*

Kann der Anleger nur den Differenzbetrag ersetzt verlangen, den er zuviel gezahlt hat, erübrigt sich die Diskussion, ob aus der Schadensminderungspflicht nach § 254 Abs. 2 S. 1 BGB eine Obliegenheit zur Veräußerung der Finanzinstrumente zur Schadensbegrenzung folgt.⁶³ Eine solche Veräußerung wäre nicht geeignet, den einmal entstandenen Kursdifferenzschaden zu mindern. In den Fällen, in denen der Anleger ausnahmsweise die Übernahme der Finanzinstrumente gegen Ersatz des Erwerbspreises verlangen kann,⁶⁴ stellt sich das Problem ebenfalls nicht. Im Falle eines fehlenden funktionsfähigen Sekundärmarkts ist die mangelnde Veräußerbarkeit der Anlage gerade der Grund für die schadensrechtliche Rückabwicklung. Im Falle von "hot markets" kann ebenfalls bereits aus grundsätzlichen Erwägungen keine Veräußerungspflicht angenommen werden, weil bei Bekanntwerden der Fehlinformation der Kurs im Regelfall wieder auf ein fundamental gerechtfertigtes Niveau fallen wird. Durch eine Veräußerung zu diesem Kurs kann in der Regel weiterer Schaden nicht mehr abgewendet werden.

⁶² Gegen eine Übertragbarkeit aber z.B. *Hopt*, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 45 BörsG Rn. 4.

⁶³ Zur Frage einer solchen Obliegenheit im Verhältnis Anleger zu Anlegerintermediär siehe *Rothenhöfer*, WM 2003, 2032, 2033 ff. (i.E. ablehnend).

⁶⁴ Siehe oben S. 523 ff.

§ 14 Verjährung

Strenge Verjährungsvorschriften sind ebenfalls ein probates Mittel, einer ausufernden Haftung vorzugreifen, weil die Durchsetzung von Kapitalmarktansprüchen im Regelfall eines erheblichen zeitlichen und finanziellen Aufwands gerade in der Phase der Prüfung eines Anspruchs erfordert.

I. Grundlagen

Die Verjährung dient in erster Linie dem Schutz des Schuldners vor Inanspruchnahme aus unbegründeten, unbekanntem oder unerwarteten Forderungen.¹ Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass tatsächliche Zustände, die längere Zeit hindurch unangefochten bestanden haben, im Interesse des Rechtsfriedens und der Rechtssicherheit als zu Recht bestehend anerkannt werden.² Dadurch werden insbesondere zwei Nachteile für potentielle Schuldner abgemildert: Zunächst eine mögliche Beweisnot des (vermeintlichen) Schuldners, die sich aufgrund fortschreitender Zeit ergeben kann.³ Durch den Zeitablauf verlieren persönliche Erinnerungen, Zeugenaussagen und ähnliches mehr und mehr an Gewicht. Damit gewinnt die Beweisführung mittels Urkunden überproportional an Bedeutung. Gerade im geschäftlichen Verkehr entsteht aber durch die Sicherung, Speicherung und Pflege entlastenden Beweismaterials erheblicher (Kosten-)Aufwand. Zum anderen bewahrt die Verjährung potentielle Schuldner davor, Regressmöglichkeiten (etwa bei den handelnden Organmitgliedern) zu verlieren und auf längere Dauer Rückstellungen bilden zu müssen, die letztlich verhindern, dass anderweitige Geschäfte und Unternehmungen gewinnbringend in Angriff genommen werden können.⁴

¹ Begr. RegE SMG, BT-Drucks. 14/6040, S. 96; Mot. I S. 291; BGH NJW 1983, 388, 390; *Grothe*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), Vorbemerkung §§ 194 ff. Rn. 6; *Peters*, in: Staudinger (2004), Vorbemerkungen zu §§ 194 ff. Rn. 5; enger aber BGH BB 1993, 1395, 1396: „Aufgabe der Verjährung ist es nicht, an sich begründete Forderungen aufzuheben, sondern behauptete, in Wirklichkeit aber nicht oder nicht mehr bestehende Ansprüche abzuwehren“.

² So die Formulierung in Mot. I 289; vgl. auch BGH NJW-RR 1993, 1059, 1060.

³ *Grothe*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), Vorbemerkung §§ 194 ff. Rn. 6; *Peters*, in: Staudinger (2004), Vorbemerkungen zu §§ 194 ff. Rn. 5.

⁴ *Peters*, in: Staudinger (2004), Vorbemerkungen zu §§ 194 ff. Rn. 5.

II. Besonderheiten der Kapitalmarkthaftung

Im Bereich der Kapitalmarkthaftung kommt hinzu, dass sich der Haftpflichtige typischerweise sowohl in Bezug auf die Höhe der Forderung als auch hinsichtlich der Zahl potentieller Gläubiger einer außerordentlichen Inanspruchnahme ausgesetzt sieht. Dies lässt die geschilderten Gefahren umso dringlicher erscheinen. Trotz der Vereinheitlichung des Verjährungsrechts durch die Schuldrechtsreform und das nachfolgende Verjährungsanpassungsgesetz⁵ wurde von einer Reform der Verjährungsvorschriften im Kapitalmarktbereich bisher Abstand genommen.⁶ Daher existieren für alle spezialgesetzlichen Kapitalmarktdelikte nach wie vor besondere Verjährungsvorschriften.

1. Spezialgesetzliche Verjährungsregeln

a) Kurze absolute Verjährungsfristen

Sämtliche Spezialtatbestände des Kapitalmarktdeliktsrechts enthalten die Regelung, dass der Anspruch binnen eines Jahres ab Kenntnis der Pflichtverletzung spätestens jedoch drei Jahre nach Veröffentlichung des inkriminierten Publizitätsaktes, der unterlassenen Veröffentlichung oder dem Abschluss des Kaufvertrags über den Fondsanteil verjährt (§ 46 BörsG, § 13a Abs. 5 VerkProspG, §§ 37b Abs. 4, 37c Abs. 4 WpHG, § 12 Abs. 4 WpÜG, § 127 Abs. 5 InvG). Anders als im allgemeinen Verjährungsrecht (§ 199 BGB) beginnt die Verjährung also nicht erst mit dem Schluss des betreffenden Jahres und tritt bereits nach drei Jahren unabhängig von der Kenntnis des Anspruchsberechtigten ein. Zur Begründung dieser schuldnerfreundlichen Sonderregelung im Bereich der Kapitalmarkthaftung wird meist die „Schnelllebigkeit des Geschäftsverkehrs im Wertpapierbereich“⁷ genannt. Was genau damit gemeint ist, bleibt in den Gesetzesbegründungen aber unklar.

⁵ Gesetz zur Anpassung von Verjährungsvorschriften an das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts vom 9.12.2004, BGBl. I, S. 3214.

⁶ *Mansel/Budzikiewicz*, NJW 2005, 321, 322. Scharfe Kritik an der fehlenden Abstimmung mit der Schuldrechtsmodernisierung übt *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG⁴ (2006), §§ 37b, 37c Rn. 96.

⁷ Begr. RegE 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 81 (zu § 47 BörsG a.F.); Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 94 (zu §§ 37b, 37c WpHG). Gegen eine Sonderregelung aber Stellungnahme des Bundesrates zum Verjährungsanpassungsgesetz, Anlage 2 zu BT-Drucks. 15/3653, S. 30 unter Bezugnahme auf den (insoweit später nicht übernommenen) Referentenentwurf.

b) Gründe für eine Sonderregelung im Kapitalmarktdeliktsrecht

Im Verhältnis der fehlinformierten Anleger zu den Prospekthaftpflichtigen, den am Sekundärmarkt publizitätspflichtigen Emittenten und seinen Vorständen oder dem Bieter im Übernahmerecht liegt die Bedeutung der „Schnelllebigkeit“ des Wertpapiergeschäfts maßgeblich darin begründet, dass aufgrund des fortlaufenden Publizitätsflusses die Bedeutung einer Falschinformation mit der Zeit abnimmt.⁸ Der BGH hat dies auf die Formel gebracht, dass „im Laufe der Zeit andere Faktoren für die Einschätzung des Wertpapiers bestimmend werden“.⁹ Diese Tatsache ist zwar bereits im Rahmen des Haftungstatbestands zu berücksichtigen, etwa indem die Beweislastumkehr des § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG durch § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG einer engen zeitlichen Grenze unterworfen wird. Dennoch erscheint es sachgerecht, auch im Rahmen der Verjährung die kurze Halbwertszeit von Kapitalmarktinformationen zugunsten der Schuldner anzurechnen. Auf einem gut regulierten und funktionierenden Kapitalmarkt sollten gravierende Informationsrechtsverletzungen binnen geringer Frist entdeckt werden können.¹⁰ Dies gilt zumindest für den Bereich der besonders haftungsträchtigen Ad-hoc-Publizität.

In einer globalisierten Wirtschafts- und Finanzwelt wird es an einem regulierten Markt notierten Unternehmen kaum möglich sein, wesentliche (zumeist negative) Vorkommnisse im Geschäftsbetrieb längere Zeit zu verheimlichen. Der Ablauf absoluter Verjährungsfristen vor Entdeckung der Pflichtverletzung steht daher regelmäßig nicht zu befürchten. Falschinformationen im Rahmen periodischer Kapitalmarktinformationen mögen zwar leichter über längere Zeiträume geheim zu halten sein. Hier ergibt sich aber das Korrektiv, dass gemäß der Natur periodischer Publizitätspflichten die Fehlinformation regelmäßig aufs Neue verbreitet wird, so dass stets neue Haftungstatbestände mit eigenständigen Verjährungsfristen ausgelöst werden. Gänzlich unbillige Ergebnisse sind daher durch die kurzen Verjährungsfristen nicht zu erwarten. Außergewöhnlichen Einzelfällen ist mit dem Instrumentarium des allgemeinen Verjährungsrechts, etwa der Zurückweisung der Verjährungseinrede als unzulässige Rechtsausübung,¹¹ zu begegnen.

⁸ Der DiskE zum KapInHaG, NZG 2004, 1042, 1045 spricht von „der schnell abnehmenden Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursentwicklung“.

⁹ BGHZ 139, 225, 234 (zur Prospekthaftung); BGHZ 160, 134, 146 (zur Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität).

¹⁰ Etwaige Mängel diesbezüglich sollten durch eine Verbesserung des primären Kapitalmarktrechts und seiner (öffentlich-rechtlichen) Durchsetzung bekämpft werden, nicht aber – wie sogleich zu zeigen sein wird – durch eine Verlängerung der Verjährung zivilrechtlicher Haftungsansprüche.

¹¹ Dazu *Grothe*, in: MüKo-BGB⁵ (2006), Vorbemerkung §§ 194 ff. Rn. 15 ff.

Für eine strenge Begrenzung der Verjährung im Kapitalmarktdelikt-recht spricht auch, dass fehlerhafter Information, die lange unentdeckt geblieben ist, bei ihrem schlussendlichen Bekanntwerden nur noch geringe preisbeeinflussende Wirkung zukommen dürfte. Eine Regulierung von Schäden würde in diesen Fällen eher zu einer erneuten Störung, denn zu einer Korrektur des Kapitalmarktgleichgewichts beitragen. Für die Haftpflichtigen erhöht sich mit wachsendem zeitlichem Abstand zur Pflichtverletzung die Gefahr opportunistischen Verhaltens durch die geschädigten Anleger. Gerade bei schlechter Kursentwicklung wächst die Versuchung, eine frühere Pflichtverletzung im Sinne eines Reurechts zu missbrauchen.¹²

c) Kapitalschutz bei Emittentenhaftung

Soweit es sich bei der haftpflichtigen Person um einen Emittenten handelt, kommt ein weiterer wesentlicher Aspekt hinzu. Sowohl im Hinblick auf die Finanzierung der Gesellschaft als auch auf die unternehmerische Betätigung, bedarf es größtmöglicher Klarheit und Planbarkeit. Ansprüche von Kapitalanlegern gegen einen Emittenten können, sofern es sich um Ansprüche von Aktionären handelt, die Kapitalerhaltungsvorschriften berühren,¹³ führen aber in jedem Fall zum Abfluss von zur Finanzierung der Gesellschaft bestimmten Mitteln, sei es Eigen- oder Fremdkapital. Dadurch können sowohl die Interessen von sonstigen Gesellschaftsgläubigern beeinträchtigt als auch die Realisation von Projekten des Unternehmens gefährdet werden.

Im Bereich der Kapitalaufbringung und -erhaltung hat der Gesetzgeber die verjährungsrechtliche Relevanz dieser Problematik hervorgehoben, indem er die Regelverjährung von drei Jahren für die *Ansprüche der Gesellschaft* gegen die zur Aufbringung des Eigenkapitals Verpflichteten für zu kurz befunden und insoweit eine objektive Verjährungsfrist von 10 Jahren eingeführt hat (§§ 54 Abs. 4, 62 Abs. 3, 302 Abs. 4 AktG).¹⁴ Kapitalschutz im Börsengesellschaftsrecht wird aber nicht nur durch die Sicherung der Durchsetzung der Aktiva, sondern ebenso durch die Begrenzung der Haftung für unternehmensfinanzierungsrechtlich entstandene Passiva auf das für die Erreichung effizienter Corporate Governance notwendige Maß erreicht. Auch dies ist ein Aspekt, der es letztlich rechtfertigt, Haftungsansprüche gegen Emittenten wegen kapitalmarktrechtlicher Pflichtverletzungen einem besonders strengen Verjährungsregime zu unterwerfen.

¹² Vgl. BGHZ 83, 222, 226 f. Zur Gefahr des Missbrauchs der Kapitalmarkthaftung als Reurecht siehe *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT (2002), F 58.

¹³ Dazu ausführlich S. 401 ff.

¹⁴ Vgl. BT-Drucks. 15/3653, S. 20 ff.; *Mansel/Budzikiewicz*, NJW 2005, 321, 323.

2. Einheitliches Verjährungsregime im Kapitalmarktdeliktsrecht

Die im Rahmen der spezialgesetzlich geregelten Kapitalmarktdelikte angeführten Argumente sind auch über den Anwendungsbereich der Spezialvorschriften hinaus verallgemeinerungsfähig. Durch die Angleichung der Verjährungsvorschriften der spezialgesetzlichen Haftungstatbestände auf ein Jahr ab Kenntnis und drei Jahre ab Pflichtverletzung durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz im Jahr 2002 hat der Gesetzgeber den Grundstein zu einem solchen einheitlichen Verjährungsregime im Wertpapierbereich gelegt.¹⁵ Bezüglich der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung war die Frage der analogen Anwendung der kurzen Verjährung von §§ 46 BörsG, 127 Abs. 5 InvG lange Zeit umstritten.¹⁶ Die Rechtsprechung hat Ansprüche aus der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne schon früh der kurzen Verjährung unterworfen,¹⁷ im Bereich der Bauherren- und Bauträgermodelle allerdings Ausnahmen gemacht.¹⁸ Für den ganz überwiegenden Teil der Fälle hat der Gesetzgeber des Anleger-schutzverbesserungsgesetzes¹⁹ mit der Neufassung von § 13 VerkProspG die Frage dergestalt entschieden, dass für Kapitalanlagen im Sinne von § 8f VerkProspG nunmehr auf § 46 BörsG verwiesen wird.

Spätestens seit dieser gesetzgeberischen Klarstellung erschiene es gekünstelt, bei den verbleibenden Fällen kapitalmarktdeliktsrechtlicher Haftung auf die allgemeine Regelverjährung zurückgreifen zu wollen. Vielmehr zeigen gerade die gesetzgeberischen Schritte der letzten Jahre (4. Finanzmarktförderungsgesetz, Verjährungsanpassungsgesetz, Anlegerschutzverbesserungsgesetz), dass der Gesetzgeber offensichtlich von einem eigenständigen Verjährungsregime des Kapitalmarkthaftungsrechts ausgeht. Vor diesem Hintergrund ist es nur folgerichtig, im gesamten Kernbereich des Kapitalmarktdeliktsrechts zu einer einheitlichen Verjährungsregelung überzugehen.

¹⁵ Fenchel, DStR 2002, 1355, 1360; Möllers/Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität (2003), § 14 Rn. 145; Zimmer, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 97.

¹⁶ Für die Analogie Assmann, in: Assmann/Schütze, Hdb. des Kapitalanlagerechts² (1997), § 7 Rn. 176; Hopt, Verantwortlichkeit der Banken (1991), Rn. 182; Köndgen, AG 1983, 120, 129; nach der Schuldrechtsmodernisierung mehrten sich aber die kritischen Stimmen, z.B. Ehricke, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 246; Emmerich, in: MüKo-BGB⁵ (2007), § 311 Rn. 206; Lux, NJW 2003, 2966, 2967.

¹⁷ Grundlegend BGHZ 83, 222, 226 f.

¹⁸ BGHZ 111, 314, 322 f.; 115, 213, 217 (zum Bauherrenmodell); BGHZ 145, 121, 132 f. (zum Bauträgermodell); dazu Förster, Prospekthaftung (2002), S. 78 f.; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB³³ (2008), § 347 Rn. 39.

¹⁹ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass es keinen Grund gäbe, vorsätzliche unerlaubte Handlungen nur auf Grund ihres inneren Zusammenhangs mit dem Wertpapiergeschäft mit einer kürzeren Verjährungsfrist zu prämiieren.²⁰ Das Kapitalmarktdeliktsrecht als gesetzliches Sonderrechtsverhältnis der Marktteilnehmer hat andere Grundlagen als das allgemeine Deliktsrecht. Kapitalmarktrechtliche Haftungsansprüche, auch solche wegen vorsätzlicher Handlungen, rechtfertigen sich zu einem besonderen Teil durch ihre institutionelle Dimension des Funktionsschutzes.²¹ In zeitlicher Hinsicht zu weit ausufernde Haftungsrisiken können aber statt einer Stärkung der Institution Kapitalmarkt ihre Schwächung bewirken. Daher ist das gesamte Kapitalmarktdeliktsrecht unabhängig von dem systematischen Standort der konkret herangezogenen Anspruchsgrundlage einem einheitlichen, von der allgemeinen Regelverjährung verschiedenen Verjährungsregime zu unterwerfen.

²⁰ So aber *Zimmer*, in: Schwark, KMRK³ (2004), §§ 37b, 37c WpHG Rn. 99; siehe auch *Ehricke*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung (2005), S. 187, 296.

²¹ Dazu ausführlich S. 177 ff.

§ 15 Prozessrechtliche Aspekte

Eine Darstellung des Kapitalmarktdeliktsrechts wäre unvollständig, wenn nicht zumindest die Grundaspekte der gerichtlichen Anspruchsdurchsetzung behandelt würden. Im Folgenden geht es daher um die Beweisanforderungen, die der potentielle Kläger erfüllen muss und die Möglichkeiten, auch Ansprüche geringer Höhe in einem effektiven Verfahren durchzusetzen.

I. Beweisfragen

Der praktische Erfolg von Anlegerklagen hängt entscheidend davon ab, welche Darlegungs- und Beweisanforderungen im Einzelfall erfüllt werden müssen. Dies hat sich gerade im Bereich der Kausalität in letzter Zeit gezeigt,¹ gilt aber in ähnlicher Weise für das Verschulden und auch für die Frage, ob überhaupt eine Pflichtverletzung vorliegt.

1. Beweisregeln im allgemeinen Deliktsrecht

Im allgemeinen Deliktsrecht gilt die Grundregel, dass der Geschädigte verpflichtet ist, die Voraussetzungen des § 823 Abs. 2 BGB darzulegen und ggf. zu beweisen,² insbesondere also Schutzgesetzverstoß, Kausalität und Verschulden.³ Allerdings sind für Bereiche des Verschuldens und der Kausalität vielfach Beweiserleichterungen anerkannt, die von der Anwendung eines Anscheinsbeweises bis zur regelrechten Beweislastumkehr reichen.⁴ Auch im Kapitalmarktstrafrecht sind Beweiserleichterungen hinsichtlich der Kausalität anerkannt.⁵

¹ Siehe die Nachweise bei § 13 in Fn. 1 (oben S. 518).

² BGHZ 100, 190, 195; *Spickhoff*, Gesetzesverstoß und Haftung (1998), S. 284 ff. mit ausführlicher Diskussion der zur Begründung angeführten rechtsdogmatischen Theorien.

³ Vgl. BVerfGE 52, 131, 158.

⁴ *Spickhoff*, in: Soergel, BGB¹³ (2005), § 823 Rn. 232 ff.; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 355 f.

⁵ Ausführlich *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2004 ff.

2. Beweisregeln im Kapitalmarktdeliktsrecht

a) Pflichtverletzung

Für das Vorliegen einer Pflichtverletzung trägt im Rahmen der allgemeinen Regeln der Anspruchsteller die Beweislast. Nur wenn er schlüssig darlegt und ggf. unter Beweis stellt, dass ein Emittent, seine Organwalter oder ein Marktintermediär Pflichten des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses verletzt haben (dazu ausführlich oben § 8), hat seine Klage Aussicht auf Erfolg. Ausnahmen sind nur in eng umgrenzten Ausnahmefällen anzuerkennen, so etwa im Übernahmerecht, wenn der Bieter seine nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG veröffentlichten Absichten in unmittelbarem zeitlichem Zusammenhang mit der erfolgreichen Übernahme, etwa innerhalb eines Jahres, grundlegend ändert. Ein solches Verhalten birgt den Anschein, dass bereits die ursprüngliche Information fehlerhaft war und führt dazu, dass der Bieter im Wege eines Gegenbeweises dartun muss, dass die Absichtsänderung erst nachträglich erfolgt ist und auch nicht mehr im Rahmen des Übernahmeverfahrens nachtragspflichtig war.⁶

b) Verschulden

Für den Bereich des Verschuldens stellen § 45 Abs. 1 BörsG, § 127 Abs. 3 S. 1 InvG, §§ 37b Abs. 2, 37c Abs. 2 WpHG und § 12 Abs. 2 WpÜG den Grundsatz auf, dass sich der Haftpflichtige entlasten muss. Diese Entlastungspflicht ist Ansatzpunkt für die Statuierung, Überwachung und Weiterentwicklung konkreter situationsbezogener Sorgfaltspflichten⁷ und damit Kernstück der Corporate Governance-Funktion des Kapitalmarktdeliktsrechts. Es handelt sich daher um ein allgemeines Prinzip des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, das mit dem Grundsatz korrespondiert, dass in gesetzlichen Sonderrechtsverhältnissen regelmäßig eine Beweislastumkehr hinsichtlich des Verschuldens stattfindet.⁸ Auch im allgemeinen Deliktsrecht ist anerkannt, dass bei Schutzgesetzen verwaltungsrechtlicher Provenienz bei festgestelltem objektivem Verstoß sich der Schädiger hinsichtlich des Verschuldens entlasten muss.⁹ Daher hat sich der Anspruchsgegner auch jenseits der spezialgesetzlich ausgeformten Kapitalmarktdelikts haftung von der gesetzlichen Vermutung grob fahrlässigen Verhaltens zu entlasten.

⁶ Dazu schon oben S. 273.

⁷ Dazu ausführlich oben S. 476 ff.

⁸ Vgl. etwa § 280 Abs. 1 S. 2 BGB im Rahmen der culpa in contrahendo und der Geschäftsführung ohne Auftrag.

⁹ RGZ 113, 293, 294 f.; BGHZ 51, 91, 103 f.; Wagner, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 355.

c) Schaden und Kausalität

Im Mittelpunkt der Diskussion um die Beweisanforderungen im Kapitalmarktdeliktsrecht steht der Beweis des kausalen Schadens. Wichtig ist dabei, dass für die haftungsbegründende Kausalität die Beweisanforderungen des § 286 ZPO gelten, der Anspruchsteller also den Beweis zur Überzeugung des Gerichts führen muss, während ihm hinsichtlich des Schadens, aber nach h.M. auch für die haftungsausfüllende Kausalität,¹⁰ die Beweiserleichterung des § 287 ZPO zugute kommt, wonach das Gericht unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung entscheidet. Danach ist insbesondere auch eine Schätzung durch das Gericht möglich.¹¹

Ausgehend von dem hier vertretenen Kausalitätskonzepts der Preiskausalität¹² sollen zunächst die Beweisanforderungen für die Kausalität in normalen Marktphasen dargestellt werden. Anschließend wird kurz die Frage der Beweiserleichterungen hinsichtlich der Kausalität in Sondersituationen¹³ behandelt.

aa) Beweisregeln in normalen Marktphasen

Bei der durch die beeinflusste Preisbildung vermittelten Kausalität wird, anders als teilweise behauptet,¹⁴ keineswegs auf einen Kausalitätsnachweis verzichtet. Wie bereits oben dargestellt, ist Gegenstand der haftungsbegründenden Kausalität die Tatsache der Kursbeeinflussung als solcher, allerdings nicht ihre Höhe.¹⁵

Im Bereich der Prospekthaftung und der Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen ordnen § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG und § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG explizit eine Beweislastumkehr für die *haftungsbegründende Kausalität* an.¹⁶ Im Rahmen von §§ 37b, 37c WpHG fehlt eine entsprechende gesetzliche Regelung. Da diese Normen jedoch nur Ausprägungen eines allgemeinen Kapitalmarktdeliktsrechts sind und es aus Sicht der geschädigten Marktteilnehmer unerheblich ist, auf welche Weise eine preisbeeinflussende negative Information verbreitet wird, sollten die Beweisanforderungen an die haftungsbegründende Kausalität in normalen Marktphasen

¹⁰ Siehe etwa *Foerste*, in: Musielak, ZPO⁵ (2007), § 287 Rn. 3; *Wagner*, in: MüKo-BGB⁴ (2004), § 823 Rn. 356.

¹¹ *Foerste*, in: Musielak, ZPO⁵ (2007), § 287 Rn. 6.

¹² Oben S. 521 ff.

¹³ Zu diesen oben S. 523 ff.

¹⁴ Siehe z.B. *Findeisen/Backhaus*, WM 2007, 100, 107.

¹⁵ Siehe oben S. 521.

¹⁶ *Möllers*, in: KK-WpÜG (2003), § 12 Rn. 110; *Schwark*, in: ders., KMRK³ (2004), §§ 44, 45 BörsG Rn. 43. Bei der investmentrechtlichen Prospekthaftung fehlt eine solche Beweislastumkehr. Hier soll es genügen, dass der Anleger den fehlerhaften Prospekt vorlegen kann, *Baur*, in: Assmann/Schütze, Hdb. d. Kapitalanlagerechts³ (2007), § 20 Rn. 358.

einheitlich gehandhabt werden. Dies ist möglich mittels eines Anscheinsbeweises für die von den gesetzlichen Spezialregelungen nicht erfassten Fälle, da allen Konstellationen der gleiche typische Geschehensverlauf¹⁷ zugrunde liegt.¹⁸ Ausgangspunkt dieses typischen Geschehensablaufs ist der Preisbildungsmechanismus auf öffentlichen Kapitalmärkten nach der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte.¹⁹ Auf dieser Grundlage können Sachverständigengutachten nach dem Verfahren der sog. Ereignisstudien (Event Study) erstellt werden.²⁰ Ereignisstudien können darüber Aufschluss geben, ob eine tatsächlich veröffentlichte Kapitalmarktinformation so stark von den Erwartungen der Marktteilnehmer abgewichen ist, dass es dadurch zu einer Änderung des Kurses gekommen ist.²¹

Voraussetzung für die Anwendung der Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte ist allerdings, dass im Zeitraum nach Veröffentlichung der Meldung nicht ein illiquider Markt bestand. Nur wenn ein Handel von einem gewissen Umfang stattfindet, kann davon ausgegangen werden, dass neue Informationen auch tatsächlich im Preis verarbeitet werden. Wenn in dem üblichen Einpreisungszeitraum²² nicht nur ein weit unterdurchschnittlicher Handel, sondern ein normaler oder überdurchschnittlicher Umsatz stattgefunden hat, kann davon ausgegangen werden, dass die Marktteilnehmer die bewertungserheblichen Umstände auch tatsächlich bei ihren Geschäften (mit) zugrunde gelegt haben bzw. – im Falle des Unterlassens einer Meldung – zugrunde gelegt hätten. Die Beweislast für diese Voraussetzung der Anwendung der Theorie semiinformationseffizienter Märkte trägt nach allgemeinen Grundsätzen der Anspruchsteller. Der Beweis kann mittels der öffentlich zugänglichen Handelsdaten durch einen Sachverständigen zusammen mit der Erstellung einer Ereignisstudie ohne weiteres erbracht werden.

Im Bereich der *haftungsausfüllenden Kausalität* und der *Schadenshöhe* kann das Gericht eine Schätzung vornehmen; allerdings muss der Geschädigte die Schätzgrundlagen als Anknüpfungstatsachen darlegen und ggf. beweisen.²³ Ein solcher Beweis von Anknüpfungstatsachen für die gerichtliche Schätzung kann wiederum durch ein Sachverständigengutachten nach

¹⁷ Zu diesem Erfordernis BGH NJW 1997, 528, 529; *Foerste*, in: Musielak, ZPO⁵ (2007), § 286 Rn. 23.

¹⁸ So auch *Leuschner*, ZIP 2008, 1050, 1055 f.

¹⁹ Dazu ausführlich oben S. 123 ff.

²⁰ Vgl. im Zusammenhang mit der Sekundärmarkthaftung *Macey/Miller/Mitchell/Netter*, 77 Va. L. Rev. 1017, 1030 et seq. (1991); *Mitchell/Netter*, 49 Bus. Law. 545, 556 et seq. (1994). Zur Ereignisstudie siehe auch oben S. 128.

²¹ So sind beispielsweise die am deutschen Kapitalmarkt veröffentlichten Ad-hoc-Meldungen ganz überwiegend kursrelevant, vgl. *Güttler*, zfbf 57 (2005), 237, 254 ff.

²² Dazu oben S. 128 f.

²³ *Foerste*, in: Musielak, ZPO⁵ (2007), § 287 Rn. 7.

der Methode der Ereignisstudie erfolgen. Die Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte ermöglicht es, durch die tatsächliche Kursentwicklung des Marktes oder einzelner Aktien indizielle Rückschlüsse darauf vorzunehmen, welchen Wert der Markt einer bestimmten tatsächlich veröffentlichten Information zugemessen hat. Dabei wird zunächst für eine Beobachtungsperiode vor dem Zeitpunkt der Informationsveröffentlichung die Korrelation zwischen dem Gesamtmarkt und dem betrachteten Einzelwert ermittelt.²⁴ Aufgrund der während des Beobachtungszeitraums festgestellten durchschnittlichen Korrelation kann dann untersucht werden, ob im Zeitraum unmittelbar nach der Veröffentlichung eine signifikante Überrendite aufgetreten ist.²⁵ Sofern eine völlig frei erfundene Meldung veröffentlicht wurde, kann ausnahmsweise einmal die dadurch ausgelöste spezifische Kursbewegung zugrunde gelegt werden, ansonsten bietet die Kursreaktion im Anschluss an die Veröffentlichung einer Korrekturmeldung bzw. der nachgeholtten Veröffentlichung der zuvor pflichtwidrig unterlassenen Meldung einen sichereren Anknüpfungspunkt für die Schätzung.

Wichtig ist dabei, dass sich die Ereignisstudie auf die Kursreaktion nach Bekanntwerden der wirklichen Informationslage richtet, der Nachweis eines liquiden Marktes allerdings sowohl für diesen Zeitraum als auch für den Zeitraum unmittelbar im Anschluss an die ursprüngliche Informationspflichtverletzung geführt werden muss. Handelt es sich um eine Fehlinformation im Rahmen des Primärmarktes, kann bei einem marktlichen Preisfindungsverfahren im Regelfall die Preisverarbeitung unterstellt werden. Ergibt die Fehlinformation nach Schließung des Orderbuchs, kommt es dagegen auf den Sekundärmarkt unmittelbar nach Handelsbeginn an.

Durch einen mittels der Ereignisstudie für den Zeitraum nach Korrektur der Fehlinformation tatsächlich nachweisbaren spezifischen Kursauschlag wird dem Gericht eine hinreichende Schätzgrundlage für die Schadenshöhe geliefert. Wenn der Kapitalmarkt eine Information zu einem späteren Zeitpunkt als kursrelevant einstuft, impliziert die Theorie informationseffizienter Kapitalmärkte, dass er dies auch zum Zeitpunkt ihrer pflichtgemäßen Veröffentlichung getan hätte. Jedoch ist zu beachten, dass allein das Bekanntwerden des Umstands, dass das Management entgegen seiner gesetzlichen Pflicht eine potentiell kursrelevante Information verschwiegen

²⁴ Besondere Probleme können sich dabei ergeben, wenn auch in diesen Beobachtungszeitraum besondere Ereignisse fallen, die höchstwahrscheinlich kursrelevant sind; vgl. dazu mit Lösungsansätzen *Aktas/de Bodt/Cousin*, 13 J. Corp. Fin. 129 (2007).

²⁵ Signifikant ist die Überrendite, wenn sie außerhalb des Rahmens liegt, in dem die Kurswerte sich normalerweise zufällig verteilen (sei es auf einer Basis von 95 %, 99 % oder sogar 99,9 %); siehe *Klick/Sitkoff*, 108 Colum. L. Rev. 749, 801 et seq. (2008). Zu ökonomischen Problemen bei Ereignisstudien, die den Börsenkurs eines einzelnen Emittenten betreffen und ihrer Lösung, siehe ausführlich *Klick/Sitkoff*, *ibid.*, p. 810 et seq.

oder in falscher Weise gemeldet hat, zu einem Kursverlust führen kann. Getreu dem Motto „wer einmal lügt, dem glaubt man nicht“ nimmt der Markt einen (rational begründeten) Kursabschlag vor, wenn er befürchten muss, dass noch weitere Informationspflichtverletzungen vorliegen könnten. Ein gewisser Teil des Kursverlustes wird daher auf diesen „Skandalschaden“²⁶ zurückzuführen zu sein. Wenn allerdings die ursprüngliche Informationspflichtverletzung so gering wiegt, dass sie zu gar keinem Kursauschlag führt, steht auch ein Skandalschaden nicht zu erwarten. Eine Lüge ohne jegliches Gewicht ist nicht geeignet, das Vertrauen in ein Unternehmen so nachhaltig zu erschüttern, dass dies schon zu einem Kursabschlag führt. Im Zweifel ist eine Kursreaktion bei Bekanntwerden der Informationspflichtverletzung daher wenigstens zu einem gewissen Teil auf die Kursrelevanz der Information zurückzuführen.²⁷ Anknüpfungspunkte für eine im Rahmen der Schätzung vorzunehmende Minderung des ersatzfähigen Schadens aufgrund eines Skandalschadens zu beweisen, obliegt daher dem Haftpflichtigen. Dazu kann er etwa statische Vergleiche über übliche Kurswirkungen der rechtzeitigen und richtigen Veröffentlichung vergleichbarer Umstände heranziehen.²⁸

bb) Beweisregeln in Sondersituationen

Etwas anderes gilt für die Fälle, in denen es doch einmal auf die individuelle Anlageentscheidung des Investors ankommt. Hier ist insbesondere an die bereits oben behandelten Fälle zu denken, dass für die betreffende Anlage kein funktionierender Sekundärmarkt existiert und dass eine Fehlinformation im Rahmen einer durch Marktirrationalitäten geprägten Phase auftritt.²⁹

(1) Vertrieb von Anlagen ohne funktionsfähigen Sekundärmarkt

Für den Fall des Vertriebs von Anlagen ohne einen funktionsfähigen Sekundärmarkt³⁰ enthalten § 13 VerkProspG, § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG eine gesetzliche Beweislastumkehr, die den Anlegern den Nachweis abnimmt, dass sie die fehlerhaften Informationen zur Kenntnis genommen haben. Problematisch sind vor allem die Fälle, in denen die Fehlinformation außerhalb des Prospekts verbreitet wird. Hier kann dem Anleger aber eine neue BGH-Rechtsprechung zu Altfällen der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung helfen, wonach es für die Kausalität nicht erforderlich ist, dass

²⁶ Dazu oben S. 507.

²⁷ Siehe auch *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2005 im strafrechtlichen Zusammenhang.

²⁸ Vgl. auch *Lev/de Villiers*, 47 Stan. L. Rev. 7 (1994).

²⁹ Siehe oben S. 523 ff.

³⁰ Dazu oben S. 524 ff.

der Anleger einen fehlerhaften Prospekt überhaupt erhalten hat, wenn der Prospekt entsprechend dem Vertriebskonzept der Anlagegesellschaft bestimmungsgemäß die Grundlage für die Unterrichtung der Anleger durch die Vermittler geworden ist.³¹ Sofern also die sonstige Fehlinformation (z.B. in einer Werbebroschüre) ebenfalls im Rahmen des organisierten Anlagenvertriebs als Grundlage der Information durch die Anlagevermittler dienen sollte, wird man auch hier die haftungsbegründende Kausalität vermuten können.

(2) Fehlinformationen bei Marktanomalien

Bei der Sekundärmarkthaftung im Rahmen von “hot markets”³² kommt es darauf an, ob festgestellt werden kann, dass sich der Preisbildungsprozess von den fundamentalen Werten derart abgekoppelt hat, dass eine durch Markteuphorie getriebene Anlagestimmung entstanden ist.

Nach der Rechtsprechung des BGH bedarf es für die Feststellung, dass sich tatsächlich eine Anlagestimmung gebildet hat und der Kursverlauf nicht durch andere Faktoren beeinflusst war, einer durch konkrete Anknüpfungstatsachen belegten, fundierten markttechnischen Analyse und Einordnung der Entwicklung der Aktie.³³ Mittel der Wahl sind hier wiederum Ereignisstudien. Belegen diese, dass es im Anschluss an eine Meldung über längere Zeit zu einer abnormalen Rendite gekommen ist,³⁴ die durch ein Ansteigen der Umsätze in der betreffenden Aktie begleitet wird, ohne dass dies durch darauf folgende neue Unternehmensmeldungen oder die Gesamtmarktentwicklung hinreichend erklärlich wäre, kann das Entstehen einer Anlagestimmung angenommen werden. Ein weiteres mögliches Indiz für die Anlagestimmung besteht, wenn in diesem Zeitraum auch gehäuft Kaufempfehlungen für die entsprechende Aktie auftreten.³⁵

Sind abnormale Marktentwicklungen dagegen nicht nachweisbar, ist dies hinreichender Grund, die Kausalität aufgrund der normalen preisbildungsbezogenen Mechanismen zu bestimmen.³⁶

³¹ BGH WM 2008, 391, 393 f.

³² Dazu oben S. 526 ff.

³³ Vgl. BGH NZG 2007, 708, 709 unter Verweis auf BGHZ 160, 134, 146.

³⁴ Siehe *Bernard/Thomas*, 27 J. Acc. Res. 1 (1989); *dies.*, 13 J. Acc. & Econ. 305 (1990) für Langzeitreaktionen auf die Veröffentlichung von Ertragsergebnissen.

³⁵ *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG (2007), §§ 37b, c Rn. 327; siehe auch LG München I NZG 2005, 523, wonach die haftungsbegründende Kausalität auch durch Presseberichte vermittelt sein kann.

³⁶ Dazu oben S. 541 ff.

II. Geltendmachung der Rechte

Ein Kapitalmarktdeliktsrecht, das seine wesentliche Rechtfertigung aus den erstrebten präventiven Steuerungseffekten ableitet,³⁷ kann seine Aufgabe nur dann erfüllen, wenn im Falle von Rechtsverstößen auch eine tatsächliche Rechtsdurchsetzung durch die Gerichte stattfindet. Denn andernfalls werden einerseits die individuellen Anlegerverluste nicht kompensiert; andererseits kann sich langfristig kein Steuerungseffekt ergeben, wenn die potentiell Haftpflichtigen antizipieren, dass die drohenden Haftungsgefahren sich eher als “law in the books” denn als “law in action” darstellen.³⁸ Im Folgenden sollen zunächst die Ursachen für mangelnde zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung im Kapitalmarktrecht beleuchtet (unter 1.), ehe sodann kapitalmarktprozessrechtlichen Abhilfemaßnahmen, insbesondere das KapMuG, analysiert werden (unter 2.).

1. Ursachen und Folgen mangelnder Durchsetzung der Anlegeransprüche

In der ökonomischen Analyse werden hinsichtlich der Rechtsdurchsetzung drei wesentliche Variablen unterschieden: Der Zeitpunkt der Rechtsintervention: vor dem Verstoß, nach dem Verstoß oder nach Schadenseintritt; die Art der Intervention: präventives Vorgehen oder Auferlegung von Sanktionen; sowie der Träger der Rechtsintervention: privat oder öffentlich-rechtlich.³⁹ Das Kapitalmarktdeliktsrecht ordnet sich hier als ein repressives Rechtsinstrument ein, das zwar von Privaten ausgeht, seine wesentliche Legitimation aber daraus ableitet, gleichzeitig gleichsam „reflexartig“ auch die Integrität des Gesamtmarktes zu schützen.⁴⁰ Diese Dimension des Rechtsschutzes muss im Auge behalten werden, will man die Ursachen und Effekte mangelnder Durchsetzung der Anlegeransprüche analysieren.

Unabhängig davon, ob man dem hier vorgeschlagenen Modell eines Schutzes der Preisintegrität folgt oder aber auf der vom BGH zu § 826 BGB entwickelten Linie die Übernahme der zu teuer erworbenen Finanzinstrumente durch den Schädiger gegen Erstattung des Kaufpreises als Schadensersatz befürwortet, kann es dazu kommen, dass eine Vielzahl tatsächlich geschädigter Anleger ihre an sich erfolgversprechenden Ansprüche nicht geltend machen. Die Gründe dafür liegen vorrangig in einem rationalen Desinteresse geschädigter Anleger: Dieses entsteht, weil es sich ei-

³⁷ Oben S. 223 f.

³⁸ Vgl. auch Begr. RegE KapMuG, BT-Drucks. 15/5091, S. 16: „Die kollektive Rechtsschutzform in Gestalt eines Musterverfahrens verstärkt die staatliche Finanzmarkt-aufsicht als sog. zweite Spur“.

³⁹ *Shavell*, *Foundations of Economic Analysis of Law* (2004), p. 572 et seq.

⁴⁰ Allgemein zu Abschreckungswirkungen von Prozessführung *Viscusi*, in: ders., *Regulation through Litigation* (2002), p. 1, 4 et seq.

nerseits um relativ geringe Schadensbeträge handelt und andererseits bereits durch den Zeitaufwand und die erheblichen Recherchekosten im Vorfeld eines Verfahrens fixe Kosten entstehen, um überhaupt den Rechtsverstoß und die kausale Schädigung gerichtsfest beweisen zu können. Dabei ist ex ante häufig noch nicht abzusehen, ob die Beweislage überhaupt ausreichen wird, um später einen Prozess anzustrengen, geschweige denn, wie hoch der im Erfolgsfall zu erwartende Betrag sein wird. Derartige Aufwendungen können trotz des Grundsatzes der Kostentragung des unterliegenden Teils nach § 91 ZPO nicht auf den Schädiger überwältzt werden.⁴¹

Besonders der letzte Aspekt verdient vertiefte Betrachtung: Kapitalmarktdelikte weisen die Besonderheit auf, dass ihre gerichtliche Durchsetzung nur in Kenntnis von Informationen möglich ist, die in solchen Rechtssystemen, die keine zivilprozessuale Discovery-Regeln kennen,⁴² den Parteien im Regelfall nur bei vorherigen staatlichen Untersuchungen zugänglich sind.⁴³ Empirische Daten aus den USA zeigen, dass selbst bei einem klägerfreundlichen Prozessrecht die gezahlten Summen in Verfahren, in denen parallel die SEC ermittelt hatte, weitaus höher ausfielen als bei allein von den privaten Klägern verfolgten Verstößen.⁴⁴ Vor diesem Hintergrund könnte man argumentieren, der relevante volkswirtschaftliche Nutzen zivilrechtlicher Rechtsdurchsetzung im Kapitalmarktrecht bestehe darin, Rechtsverstöße aufzudecken, die der öffentlich-rechtlichen Aufsicht entgehen.

Diese Sichtweise scheint allerdings weder mit Rechtssystemen kontinentaleuropäischer Prägung recht vereinbar zu sein, denn es kann für die Berechtigung zum Schadensersatz nach hiesigem Rechtsverständnis kaum darauf ankommen, ob eine Aufsichtsbehörde parallel Sanktionen verhängt,⁴⁵ noch scheint sie das volkswirtschaftliche Problem richtig zu lösen. Denn Bezugspunkt der Rechtsintervention aus ökonomischer Sicht muss die Errichtung einer hinreichenden Abschreckungshürde sein, die die potentiell Haftpflichtigen zu einem gesamtwirtschaftlich sinnvollen Vorsorgeniveau bewegt. Dabei ist wesentlicher Bezugspunkt des zu erwartenden

⁴¹ Schäfer, in: Basedow/Hopt/Kötz/Baetge, Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß (1999), S. 67, 69. Kritisch Wagner, Gutachten A zum 66. DJT (2006), A 121 (mit Bezug auf den Telekom-Fall, in dem 14.447 Anleger Klage erhoben haben).

⁴² Zum Zusammenhang von privater Rechtsdurchsetzung und beweisrechtlichen Offenlegungspflichten siehe Stürner, in: Basedow, Private Enforcement of EC Competition Law (2007), p.163, 164 et seq. (am Beispiel der privaten Kartellrechtsdurchsetzung).

⁴³ Ferrarini/Giudici, in: Armour/McCahery, After Enron (2006), p. 159, 201.

⁴⁴ Cox/Thomas, 53 Duke L. J. 737, 763 et seq. (2004).

⁴⁵ Im Gegenteil wird in der klassisch deutschen Rechtsdogmatik etwa die Strafbewehrung einer Pflicht als Argument für seine Schutzgesetzeigenschaft angesehen, siehe oben S. 49.

Sorgfaltsaufwands die potentielle finanzielle Belastung durch Schadenersatz und sonstige Geldzahlungen, insbesondere Bußgelder. Die Bußgeldhöhe hat sich gemäß § 17 Abs. 4 OWiG zwar an dem von dem Schädiger gezogenen Vorteil zu orientieren, getreu dem Grundsatz, dass sich die Tat für diesen nicht lohnen soll.⁴⁶ Damit ist aber nicht schon ein volkswirtschaftlich optimales Vorsorgeniveau gewährleistet, weil der durch mangelnde Sorgfalt hervorgerufene Schaden häufig (man denke etwa an Fehlinformationen des Sekundärmarkts) über dem für § 17 Abs. 4 OWiG relevanten unmittelbaren Gewinn des Schädigers liegen wird.

2. Abhilfe durch besondere Verfahrensarten

Das herkömmliche deutsche Prozessrecht ist in vielerlei Hinsicht nicht optimal geeignet, um den beschriebenen Durchsetzungsdefiziten zu begegnen.⁴⁷ Anders als vielfach gefordert,⁴⁸ hat der Gesetzgeber keine kapitalmarktrechtliche Gruppenklage eingeführt, sondern sich mit dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz⁴⁹ an dem Vorbild des Musterverfahrens nach § 93a VwGO orientiert.⁵⁰ Dies ist nicht der Ort für eine umfassende Darstellung des KapMuG⁵¹ oder seiner Anwendungsprobleme.⁵² In seinen Grundzügen handelt es sich um ein Musterverfahren, in dem im Rahmen eines Zwei-Parteien-Streits, aber unter Beiladung aller Beteiligten der Parallelverfahren, die Feststellung des Vorliegens oder Nichtvorliegens anspruchsbegründender oder anspruchsausschließender Voraussetzungen oder die Klärung von Rechtsfragen herbeigeführt werden können.

Besondere Aufmerksamkeit unter dem Gesichtspunkt des hier vertretenen Konzepts eines einheitlichen Kapitaldeliktsrechts, das sämtliche Formen öffentlicher Unternehmensfinanzierung erfasst,⁵³ verdient der für die

⁴⁶ *Mitsch*, in: Karlsru. Komm. OWiG³ (2006), § 17 Rn. 112.

⁴⁷ Für Lösungsmöglichkeiten vor Erlass des KapMuG siehe *Heß*, AG 2003, 113, 121 ff. Zu Sammelklagen mittels einer BGB-Gesellschaft siehe *Koch*, NJW 2006, 1469.

⁴⁸ *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT (2002), F 115 ff., F 142; *Hopt/Voigt*, in: dies., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung* (2005), S. 9, 104. Eine derartige Option erwägend auch schon *Hopt/Baetge*, in: *Basedow/Hopt/Kötz/Baetge*, *Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß* (1999), S. 3, 6.

⁴⁹ Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz – KapMuG) vom 16.8.2005, BGBl. I, S. 2437.

⁵⁰ So bereits die Empfehlung von *Hopt/Baetge*, in: *Basedow/Hopt/Kötz/Baetge*, *Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß* (1999), S. 3, 5; v. *Bar*, Gutachten A zum 62. DJT (1998), A 94 f.

⁵¹ Dazu etwa *Hess*, ZIP 2005, 1713; *Maier-Reimer/Wilsing*, ZGR 2006, 79; *Möllers/Weichert*, NJW 2005, 2737 sowie der Kommentar *Vorwerk/Wolf*, *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz* (2007).

⁵² Siehe dazu *Vollkommer*, NJW 2007, 3094; monographisch *Kilian*, *Ausgewählte Probleme des Musterverfahrens nach dem KapMuG* (2007).

⁵³ Dazu oben S. 230 f.

Eröffnung des sachlichen Anwendungsbereichs konstitutive Begriff der öffentliche Kapitalmarktinformationen, worunter nach der Legaldefinition in § 1 Abs. 1 S. 3 KapMuG „für eine Vielzahl von Kapitalanlegern bestimmte Informationen über Tatsachen, Umstände, Kennzahlen und sonstige Unternehmensdaten, die einen Emittenten von Wertpapieren oder Anbieter von sonstigen Vermögensanlagen betreffen“, zu verstehen sind. Dieser rein funktionale Begriff knüpft daher nicht an gesetzlich normierte Publizitätspflichten an, sondern erfasst falsche, irreführende oder unterlassene Kapitalmarktinformationen aller Art.⁵⁴

Wichtig ist auch die Interdependenz zwischen den materiell-rechtlichen Tatbestandsvoraussetzungen und ihrer Eignung als Feststellungsziel im Sinne von § 1 Abs. 1 S. 1 KapMuG. So ist etwa eine über die Beeinflussung der Preisintegrität vermittelte Kausalität zulässiges Feststellungsziel, während nach der Gesetzesbegründung und -ratio Fragen der Kausalität, soweit ihnen ein individueller Tatsachenverlauf zugrunde liegt, nicht feststellungsfähig sind.⁵⁵ Die durch die BGH-Rechtsprechung zu § 826 BGB vorgezeichnete Kausalität führt daher dazu, dass Musterentscheide nach dem KapMuG in dieser wesentlichen Rechtsfrage keine Bedeutung gewinnen können.⁵⁶ Der Gesetzgeber hat zur Begründung des KapMuG ausgeführt, ein schlagkräftiges kollektives Rechtsverfolgungsinstrument solle Emittenten im Bereich des Kapitalmarktrechts verstärkt dazu veranlassen, die Publizitäts-, Vertriebs- oder sonstigen Verhaltensregeln einzuhalten.⁵⁷ Dies spricht dafür, in der Eröffnung neuer Verfahrensmöglichkeiten auch einen gesetzgeberischen Hinweis darauf zu sehen, das materielle Kapitalmarktdeliktsrecht dergestalt auszulegen, dass es seine Schlagkraft im Rahmen von Musterverfahren entfalten kann.⁵⁸ Während es also sowohl bei einer auf die Willensbildung einzelner Anleger ausgerichteten Schutz-

⁵⁴ BGH NJW 2007, 1364; NJW 2007, 1365.

⁵⁵ Vgl. Begr. RegE KapMuG, BT-Drucks. 15/5091, S. 20.

⁵⁶ Vgl. BGH Beschl. v. 3.12.2007, II ZB 15/07. Siehe auch die schon an Maßregelung grenzende Kritik des BGH am OLG München, das noch vor Inkrafttreten des KapMuG eine Vielzahl von Verfahren im Wege der Streitgenossenschaft zu einem Prozess verbunden hatten, BGH NJW 2005, 2450, 2453 und insbesondere BGH Beschl. v. 26.6.2006 – II ZR 206/05 (Infomatec): „Das BerGer. hat in diesem Umfang den Anspruch dieser Bf. auf rechtliches Gehör in entscheidungserheblicher Weise verletzt, was letztlich darauf zurückzuführen ist, dass das vorliegende Massenverfahren gänzlich ungeeignet für eine Durchführung in einem Prozess ist und zu Fehlern der nachfolgend behandelten Art nahezu zwangsläufig führen muss“.

⁵⁷ Begr. RegE KapMuG, BT-Drucks. 15/5091, S. 16.

⁵⁸ Siehe bereits *Kowalewski/Hellgardt*, DB 2005, 1839 f. Unberechtigt dagegen die Kritik von *Findeisen/Backhaus*, WM 2007, 100, 103 mit Fn. 43: Es steht außer Frage, dass individuelle Kausalverläufe nicht feststellungsfähig sind und dem Gesetzgeber bei Veröffentlichung des KapMuG-Entwurfs die Infomatec-Rechtsprechung des BGH bekannt gewesen sein wird. Trotz eines fehlenden direkten Zitats distanziert sich die Gesetzesbegründung in ihrem allgemeinen Teil vom Ansatz des BGH.

konzeption als auch bei einem vom Schutz der Preisintegrität ausgehenden Kapitalmarkthaftungsmodell zu rationaler Apathie der Anleger kommen kann, ist nur das letztgenannte Konzept geeignet, auch prozessrechtlich für eine effektive Durchsetzung des Kapitalmarktdeliktsrechts zu sorgen und damit die im gesamtwirtschaftlichen Interesse liegenden Steuerungseffekte zu erzielen.

D. Zusammenfassung und Ausblick

§ 16 Zusammenfassung der Kernaussagen

I. Allgemeiner Teil

1. Rechtsgrundlagen

Das Kapitalmarktdeliktsrecht umfasst sowohl die *spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen* der Prospekthaftung (§ 44 BörsG, §§ 13, 13a VerkProspG, § 127 InvG), der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität (§§ 37b, 37c WpHG) sowie der übernahmerechtlichen Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen (§ 12 WpÜG) und fehlerhafte Finanzierungsbestätigungen (§ 13 Abs. 2 WpÜG)¹ als auch die Regeln des *allgemeinen Deliktsrechts* (insbesondere § 823 Abs. 2 BGB, teilweise auch § 826 BGB²) und des drittschützenden *Kapitalmarktstrafrechts*.³ Auch die spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen sind als deliktische Tatbestände zu qualifizieren. Strukturell handelt es sich um Sonderfälle der Verletzung gesetzlicher Pflichten, die den Schutz Einzelner bezwecken, ähnlich § 823 Abs. 2 BGB.⁴

Die wichtigste Anspruchsgrundlage des Kapitalmarktdeliktsrechts, das sich als eine Haftung für die Verletzung drittschützender Normen darstellt, ist § 823 Abs. 2 BGB. Haftungsbegründend können insbesondere Verstöße gegen die öffentlich-rechtlichen Kapitalmarktgesetze sein. Die noch vorhandene Rumpffregelung des § 15 Abs. 6 WpHG verbietet nicht, den Regeln des Kapitalmarktrechts haftungsrechtliche Bedeutung beizumessen. Spätestens seit Einführung der §§ 37b, 37c WpHG wirkt diese Regelung lediglich im Sinne einer „Nachversicherung“ gegen Staatshaftungsansprüche wegen vorheriger mangelhafter Umsetzung europarechtlicher Vorgaben.⁵

¹ § 2 I. 1. (S. 10 ff.), 2. (S. 27 ff.) und 3. (S. 36 ff.).

² § 2 II. 2. (S. 46 ff.) und 4. (S. 58 ff.).

³ § 2 III. (S. 71 ff.).

⁴ Siehe insbesondere § 2 I. 1. c) (S. 20 ff.).

⁵ § 2 I. 2. c) cc) (S. 35 f.) und II. 2. c) aa) (S. 49 f.).

2. US-amerikanisches Kapitalmarktdeliktsrecht

Die *Primärmarkthaftung* nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht besteht aus drei Tatbeständen: Sec. 12(a)(1) SA 1933 begründet eine Haftung für den Versuch, die Registrierungspflichten zu umgehen, während sec. 12(a)(2) und sec. 11 SA 1933 die Prospekthaftungstatbestände im eigentlichen Sinne enthalten.⁶ Dagegen beruht die *Sekundärmarkthaftung* nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht ganz auf der implied remedy aus Rule 10b-5, einem verwaltungsrechtlichen Marktmanipulationsverbot, dem nach allgemeinem Deliktsrecht ähnlich § 823 Abs. 2 BGB Drittschutz zugunsten geschädigter Anleger zugesprochen wird.⁷ Da dieses allgemeine Marktmanipulationsverbot lediglich fehlerhafte tatsächlich erfolgte Veröffentlichungen sanktioniert, besteht kein einheitlicher Haftungstatbestand für unterlassene Ad-hoc-Publizität.⁸ Im *Übernahmerecht* werden die (seltenen) Fälle fehlerhafter Bieterinformation über die allgemeine Generalklausel der Rule 10b-5, teils auch über sec. 13(e) SEA 1934 gelöst.⁹

3. Ökonomische Grundlagen

Das Kapitalmarktrecht hat neben den herkömmlichen Kapitalmarkttheorien insbesondere auch die Erkenntnisse der *behavioral finance* in seine Überlegungen mit einzubeziehen;¹⁰ juristische Konzepte müssen berücksichtigen, dass es Marktphasen geben kann, in denen die Voraussetzungen der Informationseffizienzhypothese nicht gegeben sind. Insbesondere bei Kapitalmarktineffizienzen, aber auch allgemein darf die Betrachtung nicht bei der reinen Kapitalmarkttheorie stehen bleiben, sondern muss die Aus- und Rückwirkungen der Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten auf die *Unternehmensfinanzierung* mit in den Blick nehmen.¹¹ Daran anschließend ist der Zusammenhang von *Kapitalmarkt und Unternehmenskontrolle* einzubeziehen.¹² Dabei sind die Kontrollmechanismen des Primärmarkts (Rechtfertigung des Kapitalbedarfs gegenüber Alt- und Neuanlegern) und die durch den Börsenkurs am Sekundärmarkt bewirkte Überwachung¹³ zu unterscheiden, wobei letztere zugleich die Grundlage des Markts für Unternehmenskontrolle bildet.¹⁴

⁶ § 3 I. 1. a) (S. 81 f.), b) (S. 82) und 2. (S. 84 ff.).

⁷ § 3 II. 1. c) (S. 91 ff.).

⁸ § 3 II. 2. b) (S. 98 ff.).

⁹ § 3 III. (S. 101 ff.).

¹⁰ Dazu insbesondere § 4 III. 2. (S. 113 f.) und § 4 IV. 4. (S. 130 ff.).

¹¹ § 4 III. 3. (S. 115 ff.) und § 4 IV. 5. (S. 134 ff.).

¹² § 4 V. (S. 143 ff.).

¹³ § 4 V. 5. (S. 155 ff.) und 6. (S. 157 ff.).

¹⁴ § 4 V. 7. (S. 161 ff.).

Eine solche Gesamtschau des ökonomischen Umfelds zeigt, dass Fehlinformationen des Kapitalmarkts nicht nur eine Störung der Kapitalallokation bewirken und bei Anlegern (auch auf dem Sekundärmarkt¹⁵) zu Schäden führen, sondern auch in die volkswirtschaftlich ebenso wichtigen *Corporate Governance-Mechanismen* öffentlich gehandelter Unternehmen eingreifen.

II. Sonderdeliktsrecht des Kapitalmarkts

1. Geschützte Rechtsgüter

Das Kapitalmarkt(-delikts-)recht dient dem *Anleger- und Funktionenschutz*. Dabei bedeutet Anlegerschutz im Verhältnis zu den Emittenten aber nur *Schutz des Anlegervermögens*, nicht auch der Freiheit der Anlageentscheidung.¹⁶ Die Kernaufgabe des Kapitalmarktdeliktsrechts, das gegen verzerrende Eingriffe in den freien Wettbewerb auf dem Markt für Finanzprodukte gerichtet ist, besteht im *Schutz des Publikums* als der Gesamtheit der anbietenden und nachfragenden Anleger,¹⁷ so dass es zugleich einen Marktschutz durch Marktteilnehmerschutz bewirkt.¹⁸ Schutz der Funktionsfähigkeit bedeutet, die tatsächliche Funktionsfähigkeit des Marktes auch in Anbetracht der Gefahren von Marktanomalien zu erhalten, etwa durch die Statuierung einer Pflicht, im „wohlverstandenen“ Interesse der Aktionäre zu handeln.¹⁹ Daneben darf die Betrachtung des Funktionenschutzes nicht bei den Dimensionen institutionelle, operationale und allokativer Markteffizienz stehen bleiben, sondern muss auch die (externe) *Corporate Governance als Kernaufgabe des Kapitalmarktrechts* in den Blick nehmen.²⁰ Schließlich ist das *Übernahmerecht* in das Schutzkonzept des Kapitalmarkt(-delikts-)rechts mit einzubeziehen: Auch hier geht es um den Schutz eines Marktprozesses, nämlich des „substituierten Preisbildungsprozesses“ bei der öffentlichen Unternehmensübernahme.²¹

2. Anleger- und Funktionenschutz durch Deliktsrecht

Zwingendes Kapitalmarkthaftungsrecht rechtfertigt sich durch die Gefahr negativer Externalitäten bei einer rein vertraglichen Absicherung der Anleger, weil es aufgrund des mangelnden Interesses institutioneller Anleger an der (kostenträchtigen) Einbeziehung von Privatanlegern in den Schutz-

¹⁵ § 4 IV. 6. (S. 140 ff.).

¹⁶ § 5 I. 1. c) bb) (2) (S. 171 f.) und 2. d) (S. 176 f.).

¹⁷ § 5 I. 2. c) (S. 174 ff.).

¹⁸ § 5 I. 3. (S. 177 ff.).

¹⁹ § 5 II. 2. b) (S. 186).

²⁰ § 5 II. 3. (S. 186 ff.).

²¹ § 5 III. 2. (S. 191 ff.).

bereich der Haftung ohne *gesetzliche Haftungsregeln* zu einem Marktversagen kommen würde.²² Das Kapitalmarktdeliktsrecht als an § 823 Abs. 2 BGB anknüpfendes Sonderdeliktsrecht fügt sich ohne weiteres in das Gefüge des deutschen Deliktsrechts ein, das eine *Haftung für reine Vermögensschäden* auch im Fahrlässigkeitsbereich zulässt, wenn die Haftungshöhe ex ante in etwa absehbar (wie es beim Differenzschadensersatz der Fall ist) und die Zahl der potentiellen Anspruchsteller (wie durch das Transaktionserfordernis) hinreichend begrenzt ist.²³

3. Gesetzliches Sonderrechtsverhältnis des Kapitalmarkts

Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse sind als rechtsdogmatische Kategorie anerkannt und finden sich im positiven Recht in Form von culpa in contrahendo, Geschäftsführung ohne Auftrag oder Eigentümer-Besitzer-Verhältnis.²⁴ Derartige Sonderrechtsverhältnisse werden immer dann angenommen, wenn das allgemeine Deliktsrecht an seine Grenzen stößt bzw. mit seinen Wertungen unpassend erscheint, wobei es sich regelmäßig um Konstellationen tatsächlicher Näheverhältnisse handelt.²⁵

Eine Zusammenschau der im Allgemeinen Teil entwickelten Grundelemente Rechtsdogmatik, Rechtsvergleichung und (Rechts-)Ökonomie zeigt, dass ein solches *Sonderrechtsverhältnis* auch zwischen den *Marktteilnehmern am Kapitalmarkt* besteht. Es dient dazu, einen funktional gleichwertigen Schutz über diejenigen Fälle hinaus zu gewährleisten, die von den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen erfasst werden, um so im Sinne der externen Corporate Governance die Grundlage für eine Zweckmäßigkeitskontrolle unternehmerischer Entscheidungen durch den Kapitalmarkt zu schaffen.²⁶ Rechtskonstruktiv ist das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis gemäß der Konzeption der spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen als *Haftung für die Verletzung drittschützender Regeln des Kapitalmarktrechts* und nicht als haftungsrechtliches Marktmanipulationsverbot nach US-Vorbild ausgestaltet; europarechtlich findet es seine Grundlage in Art. 6 Prospektrichtlinie und Art. 7 Transparenzrichtlinie.²⁷ Das kapitalmarktrechtliche Sonderrechtsverhältnis dient der Herstellung eines *Gleichlaufs von wirtschaftlichen und rechtlichen Näheverhältnissen*, indem es unabhängig von der konkreten Anlageform einen friktionslosen

²² § 6 I. 2. (S. 200 ff.).

²³ § 6 II. 4. (S. 210 ff.).

²⁴ § 7 I. (S. 213 ff.).

²⁵ § 7 I. 3. (S. 218 ff.).

²⁶ § 7 II. (S. 220 ff.).

²⁷ § 7 II. 3. (S. 224 ff.).

Anleger- und Funktionenschutz gewährleistet, soweit das jeweilige Marktsegment einer kapitalmarktrechtlichen Regulierung unterliegt.²⁸

III. Besonderer Teil

1. Kapitalmarktdeliktsrechtliche Pflichten

An erster Stelle der Pflichten des öffentlichen Kapitalmarktrechts, die Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses sind, stehen die *standardisierten Informationspflichten*. Dazu zählen die Informationspflichten des Emittenten am *Primärmarkt*,²⁹ die *sekundärmarktrechtlichen Publizitätspflichten* des Emittenten (Regelpublizität, Ad-hoc-Publizität und Beteiligungspublizität³⁰), die *übernahmerechtlichen Publizitätspflichten*, einerseits des Bieters (Angebotsunterlage, Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots, „Wasserstandsmeldungen“ und Veröffentlichung von Neben- und Nacherwerben³¹) und andererseits die Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft,³² die Informationspflichten der *Organmitglieder*,³³ *Anleger*³⁴ und insbesondere der *Marktintermediäre* (Emissionsbegleiter, Abschlussprüfer, Finanzanalysten, Ratingagenturen und bestätigende Bank im Übernahmerecht³⁵). Diese Pflichten dienen letztlich nicht nur der Sicherung der Markteffizienz, sondern einer Verbesserung der Corporate Governance der Emittenten. Eng verwandt mit der Haftung für die Verletzung von standardisierten Informationspflichten ist die *Haftung für freiwillig erteilte standardisierte Informationen*, die auf organisierten Märkten alle den gesetzlichen Publizitätsformen gleichwertige Veröffentlichungen in gleicher Weise erfasst, während auf unregulierten Märkten nur nach § 826 BGB gehaftet wird.³⁶

Individuelle *Informations- und Beratungspflichten* der Anlegerintermediäre sind dagegen nicht Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, da es an dem Strukturelement des Auseinanderfallens von wirtschaftlichem und (vertrags-)rechtlichem Näheverhältnis mangelt.³⁷

Auch die Verletzung von Pflichten aus *Insiderstellung* vermag direkte Schadensersatzansprüche der Anleger nicht zu begründen. Solche Pflichtverletzungen bewirken gesamtwirtschaftliche Nachteile für den Kapital-

²⁸ § 7 II. 4. (S. 228 ff.), 5. (S. 230 ff.) und III. (S. 235 f.).

²⁹ § 8 I. 1. (S. 238 ff.).

³⁰ § 8 I. 2. a) (S. 248 ff.), b) (S. 255 ff.) und c). (S. 266 ff.).

³¹ § 8 I. 3. a) (S. 269 ff.), b) (S. 273 ff.), c) (S. 277 ff.), und d). (S. 279 f.).

³² § 8 I. 3. f) (S. 281 ff.).

³³ § 8 I. 4. (S. 287 ff.).

³⁴ § 8 I. 5. (S. 292 ff.).

³⁵ § 8 I. 6. b) (S. 298 f.), c) (S. 300 ff.), d) (S. 305 ff.), e) (S. 310 ff.) und f). (S. 313).

³⁶ § 8 I. 7. (S. 314 ff.).

³⁷ § 8 II. (S. 316 f.).

markt durch systematische Verminderung der durchschnittlichen Renditeaussichten oder Erhöhung des systematischen Risikos, nicht fehlerhafte Preisbildung.³⁸

Unter den sonstigen kapitalmarktrechtlichen Handlungs- und Unterlassungspflichten³⁹ kommt insbesondere den *Manipulationsverboten* aus § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG haftungsrechtliche Relevanz zu. Das *übernahmerechtliche Pflichtangebot* ist zwar auch Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses, dabei handelt es sich aber nicht um ein deliktischen, sondern um einen negatorischen Anspruch. Dagegen können Verstöße gegen die *Neutralitätspflicht* der Verwaltung der Zielgesellschaft (soweit diese reicht) deliktische Schadensersatzansprüche auslösen. Weitergehende haftungsbewehrte Gleichbehandlungspflichten sind im Kapitalmarktdeliktsrecht nicht anzuerkennen.

2. Anspruchsberechtigung

Das *Transaktionserfordernis* ist fester Bestandteil des Kapitalmarktdeliktsrechts. Nur solche Anleger, die neu emittierte Finanzinstrumente kaufen, am Sekundärmarkt eine Transaktion tätigen oder ein Übernahmeangebot annehmen, können einen vom Schutzzweck der Haftung umfassten Schaden erleiden.⁴⁰ Die Fehlinformation muss den Transaktionspreis noch beeinflusst haben, also bereits in diesen eingeflossen sein und darf noch nicht wieder korrigiert gewesen sein.⁴¹ Die *Sechs-Monats-Frist* des § 44 Abs. 1 S. 1 BörsG ist im Falle von Vermögensanlagenverkaufsprospekten *für geschlossene Fonds* teleologisch so zu reduzieren, dass Erstzeichner, die vor Aufdeckung des Prospektfehlers erworben haben, stets anspruchsberechtigt sind.⁴² Die Inhaber *derivativer Finanzinstrumente* sind nicht anspruchsberechtigt bei Fehlinformationen von Emittenten des Underlying.⁴³

3. Haftpflichtige

Eine *ökonomische Analyse*⁴⁴ zeigt, dass unter Anreizgesichtspunkten sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt nur in Fällen, in denen der Organwalter zur Verdeckung eigenen Missmanagements oder zur Selbstbereicherung handelt, die reine Emittentenhaftung nicht ausreicht.

³⁸ § 8 III. (S. 317 ff.). Zur Begründung einer persönlichen Organhaftung wegen Insiderhandels § 10 III. 3. d) dd) (S. 440).

³⁹ § 8 IV. (S. 328 ff.).

⁴⁰ § 9 I. (S. 340 ff.).

⁴¹ § 9 II. (S. 349 ff.).

⁴² § 9 II. 2. a) bb) (S. 355 f.).

⁴³ § 9 III. 3. (S. 363 f.).

⁴⁴ § 10 I. (S. 365 ff.).

Die *Emittentenhaftung* lässt sich grundsätzlich sowohl in das allgemeine Delikts- als auch Gesellschaftsrecht (allerdings nur als Differenzschadensersatz⁴⁵) integrieren und übernimmt sowohl bei der primären Verhaltenssteuerung als auch bei der Schadensallokation eine wichtige Funktion.⁴⁶

Die *persönliche Organwalterhaftung* ist zwar delikts- und gesellschaftsrechtlich grundsätzlich möglich, bei der Verletzung von unternehmensbezogenen Pflichten, wie sie auch die Spezialtatbestände des Kapitalmarktrechts aufstellen, bedarf sie aber einer zusätzlichen Begründung.⁴⁷ Für eine kumulativ neben die Emittentenhaftung tretende Organhaftung ist die Verletzung einer kapitalmarktrechtlichen Treuepflicht erforderlich, etwa die Fehlinformation zur Selbstbereicherung oder zur gezielten Ausschaltung kapitalmarktbasierter Corporate Governance-Mechanismen um eigenes Missmanagement zu verbergen.⁴⁸

Dritte haften nur, wenn sie selbst durch ihren Einfluss auf die Corporate Governance des Emittenten Teil des kapitalmarktrechtlichen Sonderrechtsverhältnisses werden, wie etwa der Bieter im Übernahmerecht, nicht aber als Teilnehmer gemäß § 830 Abs. 2 BGB.⁴⁹

4. Verschuldensanforderungen

Gesetzliche Sonderrechtsverhältnisse nehmen regelmäßig erhebliche Modifikationen des im Deliktsrecht geltenden allgemeinen Fahrlässigkeitsmaßstabs vor.⁵⁰ Im kapitalmarktdeliktsrechtlichen Sonderrechtsverhältnis gilt der *Grundsatz der Haftung für grobe Fahrlässigkeit*, der lediglich durch die Vorsatzhaftung für nicht-informationsbasierte Marktmanipulationen und die verschuldensunabhängigen Haftung bei fehlendem Prospekt durchbrochen wird.⁵¹ Die *Sorgfaltspflichten* können exemplarisch in *Fallgruppen* konkretisiert werden, um die verhaltenssteuernde Corporate Governance-Funktion der Kapitalmarkthaftung zu verdeutlichen.⁵²

5. Schadensberechnung

Im Kapitalmarktdeliktsrecht, das dem Schutz des Anlegers vor verzerrenden Eingriffen in die Preisbildungsmechanismen des Primär-, Sekundär- und Übernahmemarktes dient, ist Naturalrestitution grundsätzlich als *Differenz zwischen dem tatsächlichen Preis und dem fairen Preis* zu gewäh-

⁴⁵ § 10 II. 1. b) bb) (1) (S. 405) und (2) (S. 405 f.).

⁴⁶ § 10 II. (S. 395 ff.).

⁴⁷ § 10 III. 1. (S. 412 ff.) und 2. (S. 422 ff.).

⁴⁸ § 10 III. 3. d) (S. 436 ff.).

⁴⁹ § 10 IV. (S. 442 ff.).

⁵⁰ § 11 I. (S. 451 ff.).

⁵¹ § 11 III. 4. (S. 460 ff.).

⁵² § 11 III. 5. (S. 472 ff.) und IV. (S. 476 ff.).

ren.⁵³ Ausnahmsweise kann die Rückabwicklung der Transaktion gefordert werden, so im Rahmen der Primärmarkthaftung bei fehlendem funktionierendem Sekundärmarkt und bei “hot markets” am Sekundärmarkt.⁵⁴ Dagegen ist im *Übernahmerecht* die Beteiligung der Aktionäre an dem durch den Bieter zu generierenden Mehrwert durch die Übernahmeprämie Bezugspunkt des Differenzschadensersatzes.⁵⁵

6. Kausalität

In normalen Marktphasen wird die haftungsbegründende Kausalität durch die *Beeinflussung des Transaktionspreises* vermittelt. Lediglich in Sonder-situationen, in denen die Transaktion rückabgewickelt wird (Markt für geschlossene Fonds; “hot markets” am Sekundärmarkt) kommt es grundsätzlich auf die Kenntnis des Geschädigten an, wobei im Einzelfall die Annahme einer „Anlagestimmung“ helfen kann.⁵⁶ Im Rahmen der haftungsausfüllenden Kausalität ist erforderlich, dass es durch die Fehlinformation der *Transaktionspreis tatsächlich beeinflusst* wurde; um einen Fall des schadensersatzausschließenden Mitverschuldens handelt es sich, wenn der *Anleger in Kenntnis der Fehlinformation* die Transaktion getätigt hat.⁵⁷

7. Verjährung

Da der Hauptzweck der kapitalmarktdeliktsrechtlichen Haftung in der ex ante zu erzeugenden Steuerungswirkung besteht, sind die Schadensersatzansprüche in Analogie zu den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen einer *Verjährung von einem Jahr ab Kenntnis bzw. von drei Jahren seit dem Kapitalmarktdelikt* zu unterwerfen.⁵⁸

8. Prozessrecht der Kapitalmarktdelikte

Im Rahmen haftungsbegründende Kausalität gelten grundsätzlich die *Beweisanforderungen* des § 286 ZPO, wobei der Beweis in normalen Marktphasen durch Sachverständigengutachten nach dem Verfahren der *Ereignisstudie* erbracht werden kann, soweit nicht gesetzliche Vermutungen eingreifen. In Sondersituationen sind die Beweisanforderungen anzupassen. Dagegen unterliegen haftungsausfüllende Kausalität und *Schadenshöhe gemäß § 287 ZPO der Einschätzung* des Gerichts, wobei Sachverständigengutachten hinreichende Anknüpfungstatsachen liefern können.⁵⁹

⁵³ § 12 I. (S. 492 ff.).

⁵⁴ § 12 III. 1. b) (S. 502 f.) und 2. c) (S. 508 ff.).

⁵⁵ § 12 III. 3. (S. 510 ff.).

⁵⁶ § 13 I. (S. 519 ff.).

⁵⁷ § 13 II. (S. 529 ff.).

⁵⁸ § 14 II. (S. 534 ff.).

⁵⁹ § 15 I. (S. 539 ff.).

Bei der Anwendung besonderer Verfahrensarten zur Überwindung der rationalen Apathie von Anlegern wie des *Musterverfahrens nach dem KapMuG*, ist das materielle Recht soweit möglich im Sinne einer effektiven Verfahrensführung auszulegen.⁶⁰

⁶⁰ § 15 II. (S. 546 ff.).

§ 17 Ausblick

Das in dieser Arbeit entwickelte Konzept eines umfassenden Kapitalmarktdeliktsrechts wurzelt im allgemeinen Deliktsrecht und erhebt daher bereits *de lege lata* einen Geltungsanspruch. Wie die Rechtslage in den USA zeigt, können auch allgemeine deliktsrechtliche Prinzipien im Laufe der Zeit durch die Rechtsprechung so verfeinert werden, dass ein regelrechtes Spezialdeliktsrecht entsteht, das den Bedürfnissen des Kapitalmarkts gerecht wird. Zu einer entsprechenden Rechtsentwicklung im Rahmen des deutschen Deliktsrechts will die vorliegende Arbeit anregen.

An dieser Stelle muss die Entwicklung aber nicht ihr Ende nehmen. So wird auch nach dem Scheitern des Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes weiterhin für eine spezialgesetzliche Regelung der allgemeinen Kapitalmarkthaftung eingetreten.¹ Eine wesentliche Erkenntnis der vorliegenden Untersuchung ist, dass es nicht zwingend einer spezialgesetzlichen Norm bedarf, um ein umfassendes modernes Kapitalmarkthaftungsrecht zu etablieren. Bei sachgerechter Auslegung sind die Mittel des bürgerlichen Rechts ausreichend, um rechtsgebietsspezifische Besonderheiten in sich aufzunehmen. Weil dadurch der Unterschied zu einer spezialgesetzlichen Generalklausel aber nahezu nivelliert wird, sind gegen eine solche Kodifizierung freilich auch keine grundsätzlichen Einwände zu erheben. Der Vorteil derartigen regulatorischen Vorgehens besteht darin, dass die sachgerechte Ausgestaltung der Haftung explizit vorgegeben werden kann und nicht durch Auslegung allgemeiner Vorschriften wie § 823 Abs. 2 BGB gewonnen werden muss. Insofern könnte der Besondere Teil dieser Arbeit auch als rechtspolitisches Plädoyer für die Ausgestaltung eines zu schaffenden Haftungstatbestandes gelesen werden. Ob ein solcher Haftungstatbestand kommt, lässt sich schwer prognostizieren und wird sicherlich erheblich davon abhängen, ob ein größerer Skandal unter Einschluss von Fehlinformationen des Kapitalmarkts auftritt. Gelingt es den Gerichten in einer derartigen Situation nicht, durch konsequente Anwendung des bestehenden Rechts – wie sie hier vorgezeichnet werden sollte – befriedigende Lösungen zu erreichen, darf man getrost mit einer Auferstehung des Kapi-

¹ *Bachmann*, in: *Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts* (2007), S. 93, 97 f.; *Gottschalk*, *Der Konzern* 2005, 274, 279 ff.; *Möllers*, *JZ* 2005, 75, 82 f.; *Schäfer*, *NZG* 2005, 985; *Veil*, *BKR* 2005, 91.

talmarktinformationshaftungsgesetzes rechnen. Eine überarbeitete Fassung, die von den Kinderkrankheiten der ersten Entwürfe befreit ist, liegt in der Schublade des Ministeriums.

Letztlich bliebe eine solche nationale Regelung aber ein Anachronismus; auch der hier vorgeschlagenen Lösung über das allgemeine Deliktsrecht des BGB haftet etwas Unzeitgemäßes an in Zeiten, in denen bereits die zweite Generation europarechtlicher Kapitalmarktregulierung in die nationalen Rechte der Mitgliedstaaten umgesetzt ist. Ein europaweiter Kapitalmarkt sollte auch europaweit einheitliche Haftungsstandards mit sich bringen! Nachdem die Chance einer europäischen Vereinheitlichung der Prospekthaftung im Rahmen der Prospektrichtlinie nicht wahrgenommen wurde und der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen umgesetzt ist, ist mit einer baldigen Harmonisierung der Kapitalmarkthaftung auf europäischer Ebene allerdings nicht zu rechnen. Zuletzt hat die Richtlinie 2006/46/EG zur Verantwortlichkeit der Direktoren wiederum nur Mindestvorgaben zur Binnenhaftung der Organwalter für den Jahresabschluss börsennotierter Gesellschaften,² nicht aber Regelungen für die Kapitalmarkthaftung gegenüber Anlegern gebracht. Verschiedenartige Kapitalmarkthaftungsregeln können aber die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme behindern, wenn sowohl Emittenten als auch Anleger die anwendbaren Haftungsregeln nicht vorhersehbar kalkulieren können. Auch hier wird der Ruf nach einheitlichen Kapitalmarkthaftungsvorschriften spätestens nach einem europaweiten Börsenskandal wieder auf die Tagesordnung kommen. Impulse könnten aber auch von einer Vereinheitlichung des allgemeinen deliktischen Haftungsrechts ausgehen.

² Nach dem neuen Art. 50c der Vierten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie 78/660/EWG stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass die Haftungsbestimmungen ihrer Rechts- und Verwaltungsvorschriften auf die Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane Anwendung finden, zumindest was deren Haftung gegenüber der Gesellschaft wegen Verletzung der Pflicht zur Annahme, Erstellung und Veröffentlichung des Jahresabschlusses, des Lageberichts und der Corporate Governance Erklärung betrifft. Eine gleichlautende Pflicht enthält der neue Art. 36b der Siebten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie 83/349/EWG.

Literaturverzeichnis

Hinweis: bei Großkommentaren bezieht sich die im Text angegebene Jahreszahl auf den Stand der jeweiligen Bearbeitung (sofern ein solcher bei der Kommentierung angegeben ist) und nicht auf das Erscheinen des betreffenden Bandes.

- Abeltshauer, Thomas E.*, Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht : zu den Sorgfalts- und Loyalitätspflichten von Unternehmensleitern im deutschen und im US-amerikanischen Kapitalgesellschaftsrecht, Köln, Berlin, Bonn 1998
- Abram, Nils*, Ansprüche von Anlegern wegen Verstoßes gegen Publizitätspflichten oder den Deutschen Corporate Governance Kodex?, NZG 2003, 307-313
- Adams, Edward S.; Runkle, David E.*, Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages, 145 U. Pa. L. Rev. 1097-1145 (1997)
- Adler, Derek J.T.; Naumann, Ingrid; Wilske, Stephan*, Stoneridge und die Zukunft von Wertpapiersammelklagen (nicht nur) in den USA, RIW 2008, 97-104
- Adler, Hans; Düring, Walther; Schmaltz, Kurt (Begr.)*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen – Kommentar zum HGB, AktG, GmbHG, PublG nach den Vorschriften des Bilanzrichtlinien-Gesetzes, 6. Aufl. 1995 ff., bearbeitet von *Forster, Karl-Heinz u.a.*
- Adolff, Johannes*, Zur Reichweite des verbandsrechtlichen Abwehranspruchs des Aktionärs gegen rechtswidriges Verwaltungshandeln, ZHR 169 (2005), 310-328
- Aggarwal, Rajesh K.; Wu, Guojun*, Stock Market Manipulations, 79 J. Bus. 1915-1953 (2006)
- Aggarwal, Reena; Rivoli, Pietra*, Fads in the Initial Public Offering Market?, 19 (4) Fin. Manage. 45-57 (1990)
- Aghion, Philippe; Bolton, Patrick*, An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, 59 Rev. Econ. St. 473-494 (1992)
- The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control, 33 Europ. Econ. Rev. 286-293 (1989)
- Akerlof, George A.*, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Q. J. Econ. 488-500 (1970)
- Aktas, Nihat; de Bodt, Eric; Cousin, Jean-Gabriel*, Event studies with a contaminated estimation period, 13 J. Corp. Fin. 129 (2007)
- Alchian, Armen A.; Demsetz, Harold*, Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 AER 777-795 (1972)
- Alexander, Janet Cooper*, Rethinking Damages in Securities Class Actions, 48 Stan. L. Rev. 1487-1537 (1996)
- Allen, Franklin; Faulhaber, Gerald R.*, Signalling by Underpricing in the IPO Market, 23 J. Fin. Econ. 303-323 (1989)
- Allen, Franklin; Gale, Douglas*, Stock-Price Manipulation, 5 Rev. Fin. Stud. 503-529 (1992)

- Almeida, Heitor; Wolfenzon, Daniel*, The effect of external finance on the equilibrium allocation of capital, 75 J. Fin. Econ. 133-164 (2005)
- Altenhain, Karsten*, Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, 1874-1879
- Altmeyden, Holger*, Haftung der Geschäftsleiter einer Kapitalgesellschaft für Verletzung von Verkehrssicherungspflichten, ZIP 1995, 881-891
- Haftung der Gesellschafter einer Personengesellschaft für Delikte, NJW 1996, 1017-1027
- Alverson, Luke*, Sarbanes-Oxley §§ 302 & 906: Corporate Reform or Legislative Redundancy? – A Critical Look at the “New” Corporate Responsibility For Financial Reports, 33 Sec. Reg. L. J. 15-46 (2005)
- Ammendick, Oliver; Strieder, Thomas*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften – Bestimmungen des BörsG, DRS, IAS und US-GAAP sowie deutscher Börsensegmente, München 2002
- AnwaltKommentar Aktiengesetz: siehe *Heidel, Thomas*
- Apfelbacher, Gabriele; Metzner, Manuel*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, 81-90
- Arbeitskreis „Externe und Interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V.*, Auswirkung des Sarbanes-Oxley Act auf die Interne und Externe Unternehmensüberwachung – Sarbanes-Oxley Act und Vorstand – Sarbanes-Oxley Act und Interne Revision – Sarbanes-Oxley Act und Aufsichtsrat – Sarbanes-Oxley Act und Abschlussprüfer, BB 2004, 2399-2407
- Arbeitskreis Gesellschaftsrecht*, Verbot des Insiderhandelns – rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, Heidelberg 1976
- Aristoteles*, Metaphysik
- Nikomachische Ethik
- Arlen, Jennifer H.; Carney, William J.*, Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence, 1992 U. Ill. L. Rev. 691-740
- Arlen, Jennifer; Kraakman, Reinier*, Controlling Corporate Misconduct: An Analysis of Corporate Liability Regimes, 72 N.Y.U. L. Rev. 687-779 (1997)
- Arndt, Jan-Holger; Voß, Thorsten (Hrsg.)*, Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz) und Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung – VermVerkProspV), München 2008
- Arrow, Kenneth J.*, The Economics of Agency, in: Pratt, John W.; Zeckhauser, Richard J. (eds.), Principals and Agents – The Structure of Business, Boston 1985, p. 37-51
- Assmann, Heinz-Dieter*, Prospekthaftung – als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1985
- Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB 1989, 49-63
- Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs fehlerhaft informierter Kapitalanleger, in: Medicus u.a., FS Hermann Lange 1992, a.a.O., S. 345-372
- Das neue deutsche Insiderrecht, ZGR 1994, 494-529
- Insiderrecht und Kreditwirtschaft – Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts in bezug auf die Organisation und die Geschäfte von Kreditinstituten, WM 1996, 1337-1356
- Entwicklungslinien und Entwicklungsperspektiven der Prospekthaftung in: Assmann u.a., FG Friedrich Kübler 1997, a.a.O., S. 317-354

- Referat, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Vierundsechzigsten Deutschen Juristentages Berlin 2002, Band II/1, München 2002, S. P 11-P 38
- Die Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage nach §12 WpÜG, AG 2002, 153-160
- Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots, ZGR 2002, 697-727
- Corporate Governance im Schnittfeld von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: Ekkenga/Hadding u.a., FS Siegfried Kümpel 2003, a.a.O., S. 1-17
- Prospektaktualisierungspflichten – Aktualisierungs-, Berichtigungs- und Nachtragspflichten im Recht der Haftung für Prospekte und Angebotsunterlagen, in: Habersack u.a., FS Peter Ulmer 2003, a.a.O., S. 757-778
- Die Prospekthaftung beruflicher Sachkenner de lege lata und de lege ferenda, AG 2004, 435-448
- Anleihebedingungen und AGB-Recht, WM 2005, 1053-1068
- Assmann, Heinz-Dieter; Bozenhardt, Friedrich*, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in: Assmann, Heinz-Dieter; Basaldua, Nathalie; Bozenhardt, Friedrich; Peltzer, Martin, Übernahmeangebote (Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht: Sonderheft 9), Berlin, New York 1990, S. 1-156
- Assmann, Heinz-Dieter; Brinkmann, Tomas; Gounalakis, Georgios u.a. (Hrsg.)*, Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie – Freundesgabe für Friedrich Kübler zum 65. Geburtstag, Heidelberg 1997
- Assmann, Heinz-Dieter; Lenz, Jürgen; Ritz, Corinna*, Verkaufsprospektgesetz – Verkaufsprospekt-Verordnung, Verkaufsprospektgebühren-Verordnung – Kommentar, Köln 2001 (zit.: *Bearb.*, in Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG)
- Assmann, Heinz-Dieter; Pötsch, Thorsten; Schneider, Uwe H. (Hrsg.)*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Kommentar, Köln 2005
- Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe H.*, Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 4. Aufl., Köln 2006, teilweise auch 1. Aufl. 1995, 2. Aufl. 1999, 3. Aufl. 2003
- Assmann, Heinz-Dieter; Schütze, Rolf A. (Hrsg.)*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl., München 2007, teilweise auch 2. Aufl., München 1997
- Aubel, Thomas van*, Vorstandspflichten bei Übernahmeangeboten, München 1996
- Bachmann, Gregor*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Rechtswirkungen und Haftungsrisiken, WM 2002, 2137-2143
- Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, ZHR 170 (2006), 144-177
- Möglichkeiten und Grenzen einer bürgerlich-rechtlichen Informationshaftung, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts, 2007, a.a.O., S. 93-147
- Bachmann, Gregor; Casper, Matthias; Schäfer, Carsten; Veil, Rüdiger (Hrsg.)*, Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Baden-Baden 2007
- Backhaus, Jürgen G.*, Pure economic loss: an economic analysis, in: Bussani et al., Pure Economic Loss in Europe, 2003, loc. cit., p. 57-74
- Baetge, Jörg; Kümmel, Jens*, Unternehmensbewertung in der externen Rechnungslegung, in: Richter, Frank u.a., FS Jochen Drukarczyk 2003, a.a.O., S. 1-17
- Baetge, Jörg; Lutter, Marcus*, Abschlussprüfung und Corporate Governance – Bericht des Arbeitskreises „Abschlussprüfung und Corporate Governance“, Köln 2003
- Bainbridge, Stephen M.*, Corporation Law and Economics, New York 2002

- Insider Trading, in: Bouckaert, Boudewijn; De Geest, Gerrit (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, Vol. III p. 772-812
- Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis, 68 U. Cin. L. Rev. 1023-1060 (2000)
- Ballerstedt, Kurt*, Zur Haftung für culpa in contrahendo bei Geschäftsabschluß durch Stellvertreter, AcP 151 (1950/1951), 501-531
- Ballwieser, Wolfgang*, Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in: Ballwieser u.a., FS Adolf Moxter 1994, a.a.O., S. 1377-1405
- Wertorientierte Unternehmensführung: Grundlagen, zfbf 52 (2000), 160-166
- Ballwieser, Wolfgang; Böcking, Hans-Joachim; Drukarczyk, Jochen u.a. (Hrsg.)*, Bilanzrecht und Kapitalmarkt – Festschrift zum 65. Geburtstag von Professor Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf Moxter, Düsseldorf 1994
- Bamberger, Heinz Georg; Roth, Herbert (Hrsg.)*, BGB (zugleich Beck'scher Online-Kommentar), Edition 7, München (Stand: 01.06.2007)
- Banerjee, Abhijit V.*, A Simple Model of Herd Behavior, 107 Q. J. Econ. 797-817 (1992)
- Bantleon, Ulrich; Thomann, Detlef*, Grundlegendes zum Thema „Fraud“ und dessen Vorbeugung, DStR 2006, 1714-1721
- Bar, Christian von*, Verkehrspflichten – Richterliche Gefahrsteuerungsgebote im deutschen Deliktsrecht, Köln, Berlin, Bonn 1980
- Empfiehlt es sich, die Voraussetzungen der Haftung für unerlaubte Handlungen mit Rücksicht auf die gewandelte Rechtswirklichkeit und die Entwicklungen in Rechtsprechung und Lehre neu zu ordnen? – Wäre es insbesondere zweckmäßig, die Grundtatbestände der §§ 823 Abs. 1 und 2, § 826 BGB zu erweitern oder zu ergänzen?, in: Bundesminister der Justiz (Hrsg.), Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Köln 1981, Bd. II, S. 1681-1778
- Gemeineuropäisches Deliktsrecht, Band I: Die Kernbereiche des Deliktsrechts, seine Angleichung in Europa und seine Einbettung in die Gesamtrechtsordnungen, München 1996
- Empfehlen sich gesetzgeberische Maßnahmen zur rechtlichen Bewältigung der Haftung für Massenschäden?, Gutachten A für den 62. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Zweiundsechzigsten Deutschen Juristentages Bremen 1998, Band I, München 1998
- Gemeineuropäisches Deliktsrecht, Band II: Schaden und Schadenersatz, Haftung für und ohne eigenes Fehlverhalten, Kausalität und Verteidigungsgründe, München 1999
- Das „Trennungsprinzip“ und die Geschichte des Wandels der Haftpflichtversicherung, AcP 181 (1981), 289-327
- Vertrauenshaftung ohne Vertrauen – Zur Prospekthaftung bei der Publikums-KG in der Rechtsprechung des BGH, ZGR 1983, 476-512
- Zur Struktur der Deliktshaftung von juristischen Personen, ihren Organen und ihren Verrichtungsgehilfen, in: Leser, FS Zentaro Kitagawa 1992, a.a.O., S. 279-295
- Barberis, Nicholas; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert*, A model of investor sentiment, 49 J. Fin. Econ. 307 -343 (1998)
- Barberis, Nicholas; Thaler, Richard*, A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides, Georges M.; Harris, Milton; Stulz, René M. (eds.), *Handbook of Economics of Finance – Volume 1B: Financial Markets and Asset Pricing*, Amsterdam, Boston, Heidelberg u.a. 2003, p. 1053-1123
- Bar-Gill, Oren; Bebchuk, Lucian Arye*, Misreporting Corporate Performance, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper No. 400, 2002 (abrufbar unter http://ssrn.com/abstract_id=354141)

- Barnert, Thomas*, Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda – Zugleich eine Besprechung zu den Urteilen LG Augsburg vom 24.9.2001 und LG Augsburg vom 9.1.2002, WM 2002, 1473-1516
- Baron, David P.*, A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, 37 J. Fin. 955-976 (1982)
- Baron, David P.; Holmström, Bengt*, The Investment Banking Contract for New Issues Under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem, 35 J. Fin. 1115-1138 (1980)
- Barta, Sebastian*, Der Prospektbegriff in der neuen Verkaufsprospekthaftung, NZG 2005, 305-309
- Haftung des Abschlussprüfers gegenüber Anlegern bei pflichtwidriger Abschlussprüfung, NZG 2006, 855-858
- Barth, Marcel*, Schadensberechnung bei Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2006
- Basedow, Jürgen; Hopt, Klaus J.; Kötz, Hein; Baetge, Dietmar (Hrsg.)*, Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß – Verbandsklage und Gruppenklage, Tübingen 1999
- Bassen, Alexander; Kleinschmidt, Maik; Prigge, Stefan; Zöllner, Christine*, Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg, DBW 66 (2006), 375-401
- Bastuck, Burkhard*, Enthftung des Managements – Corporate indemnification im amerikanischen und deutschen Recht, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1986
- Battalio, Robert H.; Mendenhall, Richard R.*, Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements, 77 J. Fin. Econ 289-319 (2005)
- Bauer, Stephan*, Die Bewältigung von Massenschäden nach U.S.-amerikanischem und deutschem Insolvenzrecht, Köln, Berlin, München 2007
- Baum, Harald*, Funktionale Elemente und Komplementaritäten des britischen Übernahmerechts, RIW 2003, 421-433
- Baumbach, Adolf (Begr.); Hopt, Klaus J.; Merkt, Hanno*, Handelsgesetzbuch – mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 33. Aufl., München 2008, teilweise auch 31. Aufl., München 2003, 30. Aufl., München 2000 und 29. Aufl., München 1995
- Baumbach, Adolf (Begr.); Hueck, Alfred*, GmbH-Gesetz – Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 18. Aufl., München 2006
- Baums, Theodor*, Der Geschäftsleitungsvertrag – Begründung, Inhalt und Beendigung der Rechtsstellung der Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer in den Kapitalgesellschaften und Genossenschaften, Köln 1987
- (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance – Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln 2001
- Editorial: Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375-382
- Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), 139-192
- Editorial: Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen, ZHR 169 (2005), 299-309
- Baums, Theodor; Fischer, Christian*, Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern, in: Richter, Frank u.a., FS Jochen Drukarczyk 2003, a.a.O., S. 37-58 (zuvor bereits veröffentlicht als „Arbeitspapiere des Instituts für Bankrecht der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main – Nr. 115“)
- Baums, Theodor; Thoma, Georg F. (Hrsg.)*, WpÜG – Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Loseblatt, Köln, Stand: 05/2007

- Baur, Jürgen*, Investmentgesetze – Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (Auslandinvestment-Gesetz – AuslInvestmG); Kommentar nebst Länderübersicht EG/EWR-Staaten, Japan, Schweiz, USA, 2. Aufl., Berlin, New York 1997
- Bayer, Walter*, Empfehlen sich besondere Regeln für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften?, Gutachten E für den 67. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Siebenundsechzigsten Deutschen Juristentages Erfurt 2008, Band I, München 2008
- Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, ZGR 2002, 588-622
 - Materielle Schranken und Kontrollinstrumente beim Einsatz des genehmigten Kapitals mit Bezugsrechtsausschluss – Diskussion der *lex lata* und Vorschläge an den Gesetzgeber, ZHR 168 (2004), 132-173
- Bayer, Walter; Riedel, Jens*, Kapitalbeteiligungen an Personengesellschaften und Anlegerschutz – Zugleich ein Beitrag zur Dogmatik der fehlerhaften stillen Gesellschaft, NJW 2003, 2567-2572
- Bebchuk, Lucian Arye*, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, 98 Harv. L. Rev. 1693-1808 (1985)
- Bebchuk, Lucian; Fried, Jesse*, Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Cambridge/Mass., London 2004
- Executive Compensation as an Agency Problem, 17 (3) J. Econ. Persp. 71-92 (2003)
- Bebchuk, Lucian A.; Grinstein, Yaniv; Peyer, Urs*, Lucky CEOs, Harvard Law School Olin Discussion Paper, No. 566 (2006)
- Bebchuk, Lucian Arye; Roe, Mark J.*, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 52 Stan. L. Rev. 127-170 (1999)
- Beck'scher Bilanz-Kommentar – Handels- und Steuerbilanz; §§ 238 bis 339, 342 bis 342e HGB, mit EGHGB und IAS/IFRS-Abweichungen, hrsg. von Helmut Ellrott; Gerhart Förchle; Martin Hoyos und Norbert Winkeljohann, 6. Aufl. München 2006
- Becker, Michael*, Verwaltungskontrolle durch Gesellschafterrechte – eine vergleichende Studie nach deutschem Verbandsrecht und dem amerikanischen Recht der corporation, Tübingen 1997
- Becker, Thorsten*, Die Haftung für den deutschen Corporate Governance Kodex, Baden-Baden 2005
- Beckmann, Klaus; Scholtz, Rolf-Detlev*, Investment – ergänzbares Handbuch für das gesamte Investmentwesen; Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien zu den wirtschaftlichen Grundlagen, Loseblatt, Berlin
- Bednarz, Liane*, Pflichten des Emittenten bei einer unterlassenen Mitteilung von Directors' Dealings, AG 2005, 835-842
- Benartzi, Shlomo; Thaler, Richard H.*, Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, 110 Q. J. Econ. 73-92 (1995)
- Benecke, Martina*, Gesellschaftliche Voraussetzungen des Delisting – zur Begründung und Fortentwicklung der neuen Rechtsprechung des BGH zum freiwilligen Rückzug von der Börse, WM 2004, 1122-1126
- Haftung für Inanspruchnahme von Vertrauen – Aktuelle Fragen zum neuen Verkaufsprospektgesetz, BB 2006, 2597-2601
- Bennings, Simon; Helmamtel, Mark; Sarig, Oded*, The timing of initial public offerings, 75 J. Fin. Econ. 115-132 (2005)

- Benviste, Lawrence M.; Spindt, Paul A.*, How Investment Bankers determine the Offer Price and Allocation of New Issues, 24 J. Fin. Econ. 343-361 (1989)
- Benzinger, Tanja*, Zivilrechtliche Haftungsansprüche im Zusammenhang mit Insiderhandelsverbot und Ad hoc Publizität, Hamburg 2008
- Berg, Stefan; Stöcker, Mathias*, Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, WM 2002, 1569-1582
- Bergmans, Bernhard*, Inside Information and Securities Trading – A legal and economic analysis of the foundations of liability in the U.S.A. and the European Community, London, Dordrecht, Boston 1991
- Bergstresser, Daniel; Philippon, Thomas*, CEO incentives and earnings management, 80 J. Fin. Econ. 511-529 (2006)
- Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C.*, The Modern Corporation and Private Property, New York, Chicago, Washington 1932
- Berman, Mark L.*, SEC Takeover Regulation under the Williams Act – Note, 62 N.Y.U. L. Rev. 580-609 (1987)
- Bernard, Victor L.; Thomas, Jacob K.*, Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?, 27 J. Acc. Res. (Current Studies on The Information Content of Accounting Earnings) 1-36 (1989)
- Evidence that Stock Prices do not fully reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings, 13 J. Acc. & Econ. 305-340 (1990)
- Berrar, Carsten*, Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG, ZBB 2002, 174-185
- Bertl, Romuald; Fröhlich, Christoph*, Der Ablauf von Jahresabschlussprüfungen, in: Koziol/Doralt, Abschlussprüfer, 2004, a.a.O., S. 1-18
- Betsch, Oskar; Groh, Alexander; Lohmann, Lutz*, Corporate Finance – Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, 2. Aufl., München 2000
- Beuthien, Volker*, Zur Mitgliedschaft als Grundbegriff des Gesellschaftsrechts – Subjektives Recht oder Stellung im pflichthaltigen Rechtsverhältnis?, in: Wank u.a., FS Herbert Wiedemann 2002, a.a.O., S. 755-768
- Beuthien, Volker; Fuchs, Maximilian; Roth, Herbert u.a. (Hrsg.)*, Festschrift für Dieter Medicus Zum 70. Geburtstag, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1999
- Bewilogua, Robert*, Aktionär – Spielball der Wertpapieraufsicht? – Wirkung und Unwirksamkeit des § 4 Abs. 2 WpÜG, Berlin 2005
- Bezenberger, Tilman*, Das Kapital der Aktiengesellschaft – Kapitalerhaltung, Vermögensbindung, Konzernrecht, Köln 2005
- Bhagat, Sanjai; Romano, Roberta*, Empirical Studies of Corporate Law, in: Polinsky, A. Mitchell; Shavell, Steven (eds.), Handbook of Law and Economics, Amsterdam, Boston, Heidelberg 2007, Vol. 2, p. 945-1012
- Bigus, Jochen; Schäfer, Hans-Bernd*, Die Haftung des Wirtschaftsprüfers am Primär- und am Sekundärmarkt – eine rechtsökonomische Analyse, ZfB 2007, 19-49
- Bikhchandani, Sushil; Hirshleifer, David; Welch, Ivo*, A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, 100 J. Pol. Econ. 992-1026 (1992)
- Binder, Christian*, Funktion und Haftung von Wirtschaftsprüfern bei der Erstellung von Kapitalanlageprospekten, Diss. Bonn 2007
- Binder, Jens-Hinrich*, Geschäftsleiterhaftung und fachkundiger Rat, AG 2008, 274-287
- Binder, Jens-Hinrich; Broichhausen, Thomas N.*, Entwicklungslinien und Perspektiven des Europäischen Kapitalmarktrechts – Eine Bestandsaufnahme aus Anlass des „Weißbuchs zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010“, ZBB 2006, 85-97

- Bingel, Adrian*, Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen, Berlin 2007
- Birke, Max*, Das Formalziel der Aktiengesellschaft – eine juristische und ökonomische Analyse der Pflicht der Organe der Aktiengesellschaft zur Berücksichtigung der Interessen von Nichtaktionären, Baden-Baden 2005
- Bishop, W.*, Economic Loss in Tort, 2 Oxford J. Legal Stud. 1-29 (1982)
- Bisson, Frank*, Die Haftung des Organs für die Verletzung von Pflichten der juristischen Person – Insbesondere ein Beitrag zur Haftung des Organs für die Verletzung von Verkehrssicherungspflichten, GmbHR 2005, 1453-1460
- Bistrizki, Walter*, Voraussetzungen für die Qualifikation einer Norm als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB, Diss. München 1981
- Black, Fischer*, Noise, 41 J. Fin. 529-543 (1986)
- Black, Fischer; Scholes, Myron*, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 81 J. Pol. Econ. 637-654 (1973)
- Blair, Margaret M.*, Ownership and Control – rethinking corporate governance for the twenty-first century, Washington, D.C. 1995
- Blaurock, Uwe*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht? ZGR 2007, 603-653
- Bliesener, Dirk H.*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, Berlin, New York 1998
- Bloomenthal, Harold S.*, Securities Law Handbook 2007 Ed., St. Paul, Minn. 2006
– Sarbanes-Oxley Act in Perspective, 2007-2008 ed. (Securities Handbook Series), St. Paul, Minn. 2007
- Bohlken, Lars; Lange, Meik*, Die Prospekthaftung im Bereich geschlossener Fonds nach §§ 13 Abs. 1 Nr. 3, 13a Verkaufsprospektgesetz n.F. – Weiterhin Anwendung der von der Rechtsprechung entwickelten Prospekthaftung?, DB 2005, 1259-1263
- Bolle, Caroline*, Belgien, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformati-haftung, 2005, a.a.O., S. 327-400
– Luxemburg, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformati-haftung, 2005, a.a.O., S. 731-771
- Boom, Willem H. van*, Pure Economic Loss: A Comparative Perspective, in: Boom et al., Pure Economic Loss, 2004, loc. cit., p. 1-40
- Boom, Willem H. van; Koziol, Helmut; Witting, Christian A. (eds.)*, Pure Economic Loss, Wien, New York 2004
– Outlook, in: Boom et al., Pure Economic Loss, 2004, loc. cit., p. 191-205
- Boos, Karl-Heinz; Fischer, Reinfrid; Schulte-Mattler, Hermann (Hrsg.)*, Kreditwesenge-setz – Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 2. Aufl., München 2004
- Booth, Richard A.*, The Problem with Federal Tender Offer Law, 77 Cal. L. Rev. 707-776 (1989)
- Borges, Georg*, Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht – zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes, ZGR 2003, 508-540
- Bosch, Ulrich*, Expertenhaftung gegenüber Dritten – Überlegungen aus der Sicht der Bankpraxis, ZHR 163 (1999), 274-285
- Brandi, Tim Oliver; Süßmann, Rainer*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Fol-gen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642-658
- Brandt, Markus*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapi-talanlage – Wertpapiergeschäftliche Informationspflichten im Spiegel kapitalmarktli-cher Effizienz, Baden-Baden 2002
- Bratton, William W.*, Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process, EBOR 7 (2006), 39-87

- Braun, Eberhard (Hrsg.)*, Insolvenzordnung (InsO) – Kommentar, 3. Aufl., München 2007
- Braun, Franz; Rotter, Klaus*, Können Ad-hoc-Mitteilungen Schadensersatzansprüche im Sinne der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung auslösen?, BKR 2003, 918-926
- Breadley, Michael; Desai, Anand; Kim, E. Han*, Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, 21 J. Fin. Econ. 2-40 (1988)
- Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; Allen, Franklin*, Corporate Finance, 8th international Ed., Bosten, Burr Ridge, Dubuque u.a. 2006
- Brellochs, Michael*, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des Europäischen Kapitalmarktrechts, München 2005
- Breuer, Wolfgang; Schweitzer, Thilo (Hrsg.)*, Gabler Lexikon Corporate Finance, Wiesbaden 2003
- Brondics, Klaus*, Die Aktionärsklage, Berlin 1988
- Brondics, Klaus; Mark, Jürgen*, Die Verletzung von Informationspflichten im amtlichen Markt nach der Reform des Börsengesetzes, AG 1989, 339-347
- Brown, John Prather*, Toward an Economic Theory of Liability, 2 J. Legal Stud. 323-349 (1973)
- Brüggemeier, Gert*, Deliktsrecht – Ein Hand- und Lehrbuch, Baden-Baden 1986
- Organisationshaftung – Deliktsrechtliche Aspekte innerorganisatorischer Funktionsdifferenzierung, AcP 191 (1991), 33-68
 - Unternehmenshaftung – Enterprise Liability: Eine europäische Perspektive?, HAVE 2004, 162-175
- Brunnermeier, Markus K.; Nagel, Stefan*, Hedge Funds and the Technology Bubble, 59 J. Fin. 2013-2040 (2004)
- Büche, Christian*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integrierteren Finanzmarkts – Die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und ihre Umsetzung in § 15 WpHG, Baden-Baden 2005
- Buchta, Jens*, Die Haftung des Vorstands einer Aktiengesellschaft – aktuelle Entwicklungen in Gesetzgebung und Rechtsprechung (Teil II), DStR 2003, 740-745
- Buck(-Heeb), Petra*, Wissen und juristische Person – Wissenszurechnung und Herausbildung zivilrechtlicher Organisationspflichten, Tübingen 2001
- Private Kenntnis in Banken und Unternehmen – Haftungsvermeidung durch Einhaltung von Organisationspflichten, WM 2008, 281-285
- Buck, Trevor; Shahrin, Azura; Winter, Stefan*, Executive Stock Options in Germany: The Diffusion or Translation of US-Style Corporate Governance?, 8 J. Manage. & Gov. 173-186 (2004)
- Bülow, Christoph von, Bücken, Thomas*, Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2004, 669-720
- Bulst, Friedrich Wenzel*, Private Kartellrechtsdurchsetzung durch die Marktgegenseite – deutsche Gerichte auf Kollisionskurs zum EuGH, NJW 2004, 2201-2203
- Bürgers, Tobias*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424-432
- Bürgers, Tobias; Holzborn, Timo*, Haftungsrisiken der Organe einer Zielgesellschaft im Übernahmefall, insbesondere am Beispiel einer Abwehrkapitalerhöhung, ZIP 2003, 2273-2280
- Burkart, Mike; Gromb, Denis; Panunzi, Fausto*, Minority Blocks and Takeover Premia, 162 JITE 32-49 (2006)

- Burkhardt, Mike; Panunzi, Fausto*, Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process, in: Ferrarini et al., *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2004, loc. cit., p. 737-765
- Bürkle, Jürgen*, Corporate Compliance – Pflicht oder Kür für den Vorstand der AG?, BB 2005, 565-570
- Corporate Compliance als Standard guter Unternehmensführung des Deutschen Corporate Governance Kodex, BB 2007, 1797-1801
- Burns, Natasha; Kedia, Simi*, The impact of performance-based compensation on misreporting, 79 J. Fin. Econ. 35-67 (2006)
- Bussani, Mauro; Palmer, Vernon Valentine (eds.)*, *Pure Economic Loss in Europe*, Cambridge 2003
- General conclusions of the study, in: Bussani et al., *Pure Economic Loss in Europe*, 2003, loc. cit., p. 530-536
 - The liability regimes of Europe – their façades and interiors, in: Bussani et al., *Pure Economic Loss in Europe*, 2003, loc. cit., p. 120-159
 - The notion of pure economic loss and its setting, in: Bussani et al., *Pure Economic Loss in Europe*, 2003, loc. cit., p. 3-24
- Busse von Colbe, Walther*, Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?, ZGR 1997, 271-290
- Büttner, Benjamin*, *Umfang und Grenzen der Dritthaftung von Experten – eine rechtsvergleichende Untersuchung*, Tübingen 2006
- Buxbaum, Richard M.*, *Die private Klage als Mittel zur Durchsetzung wirtschaftspolitischer Rechtsnormen*, Karlsruhe 1972
- Caemmerer, Ernst von*, *Das Problem des Kausalzusammenhangs im Privatrecht*, Freiburg im Breisgau 1956
- Wandlungen des Deliktsrechts, in: Caemmerer, Ernst von; Friesenhahn, Ernst; Lange, Richard (Hrsg.), *Hundert Jahre deutsches Rechtsleben – Festschrift zum hundertjährigen Bestehen des deutschen Juristentages 1860-1960*, Karlsruhe 1960, Band II, S. 49-136
- Cahart, Mark M.*, On Persistence in Mutual Fund Performance, 52 J. Fin. 57-82 (1997)
- Cahn, Andreas*, Die Haftung des GmbH-Geschäftsführers für die Zahlung von Arbeitnehmerbeiträgen zur Sozialversicherung – Besprechung der Entscheidung BGH WM 1997, 577, ZGR 1998, 367-385
- Calderon, Jeanne; Kowal, Rachel*, Safe Harbors: Historical and Current Approaches to Future Forecasting, 22 J. Corp. L. 661-703 (1997)
- Canaris, Claus-Wilhelm*, *Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht*, München 1971
- *Bankvertragsrecht*, 2. Aufl., Berlin, New York 1981
 - *Die Feststellung von Lücken im Gesetz – Eine methodologische Studie über Voraussetzungen und Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung praeter legem*, 2. Aufl., Berlin 1983
 - *Handelsrecht – ein Studienbuch*, 23. Aufl., München 2000
 - *Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten*, in: Canaris, Claus-Wilhelm; Diederichsen, Uwe (Hrsg.), *Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag am 23. April 1983*, München 1983, S. 27-110
 - Verstöße gegen das verfassungsrechtliche Übermaßverbot im Recht der Geschäftsfähigkeit und im Schadensersatzrecht, JZ 1987, 993-1004
 - Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten, ZHR 163 (1999), 206-245
 - Wandlungen des Schuldvertragsrechts – Tendenzen zu seiner „Materialisierung“, AcP 200 (2000), 273-364

- Grundstrukturen des deutschen Deliktsrechts, *VersR* 2005, 577-584
- Caspari, Karl-Burkhard*, Das geplante Insiderrecht in der Praxis, *ZGR* 1994, 530-546
- Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, *NZG* 2005, 98-103
- Casper, Matthias*, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts?, *BKR* 2005, 83-90
- Haftung für fehlerhafte Informationen des Kapitalmarktes, *Der Konzern* 2006, 32-39
- Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes (Hrsg.)*, Kommentar zum Börsengesetz, Berlin 1909
- CFA Institute*, Breaking the Short-Term Cycle – Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value, <www.cfapubs.org> 2006
- Choi, Stephen J.; Guzman, Andrew T.*, Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law, 17 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 207-241 (1996)
- Choi, Stephen J.; Pritchard, A. C.*, Securities Regulation – Cases and Analysis, New York 2005
- Behavioral Economics and the SEC, 56 *Stan. L. Rev.* 1-74 (2003)
- Chordia, Tarun; Roll, Richard; Subrahmanyam, Avanidhar*, Evidence on the speed of convergence to market efficiency, 76 *J. Fin. Econ.* 271-292 (2005)
- Claussen, Carsten Peter (Hrsg.)*, Bank- und Börsenrecht – Für Studium und Praxis, 4. Aufl., München 2008
- Cliff, Michael T.; Denis, David J.*, Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?, 59 *J. Fin.* 2871-2901 (2004)
- Coase, R. H.*, The Nature of the Firm, 4 *Economica* 386-405 (1937)
- The Problem of Social Cost, 3 *J. L. & Econ.* 1-44 (1960)
- Coenenberg, Adolf Gerhard; Salfeld, Rainer*, Wertorientierte Unternehmensführung – vom Strategieentwurf zur Implementierung, Stuttgart 2003
- Coffee, John C. Jr.*, Gatekeepers – the Professions and Corporate Governance, Oxford, New York 2006
- Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 *Colum. L. Rev.* 1145-1296 (1984)
- Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, 91 *Colum. L. Rev.* 1277-1368 (1991)
- Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid, 57 *Bus. Law.* 1403-1420 (2002)
- Law and the Market: The Impact of Enforcement, 156 *U. Pa. L. Rev.* 229-311 (2007)
- Coing, Helmut*, Anmerkung zu BGH, Urteil vom 8. 3. 1951 - III ZR 44/50, *NJW* 1951, 598
- Haftung aus Prospektwerbung für Kapitalanlagen in der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, *WM* 1980, 206-212
- Cooter, Robert; Ulen, Thomas*, Law and Economics, 5th Ed., Boston, San Francisco, New York 2008
- Coppik, Jürgen*, Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen in Deutschland – Eine ökonomische Analyse, Baden-Baden 2007
- Cornell, Bradford; Morgan, R. Gregory*, Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases, 37 *UCLA L. Rev.* 883-924 (1990)
- Cornu, Philippe; Isakov, Dušan*, The Detering Role of the Medium of Payment in Take-over Contests: Theory and Evidence from the UK, 6 *Europ. Fin. Manage.* 423-440 (2000)
- Cox, James D.; Hillmann, Robert W.; Langevoort, Donald C.*, Securities Regulation – Cases and Materials, 5th Ed., New York 2006

- Cox, James D.; Thomas, Randall S. (with the Assistance of Dana Kiku)*, SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry, 53 Duke L. J. 737-779 (2004)
- Crezelius, Georg; Hirte, Heribert; Vieweg, Klaus (Hrsg.)*, Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag – Gesellschaftsrecht – Rechnungslegung – Sportrecht, Köln 2005
- Cunningham, Lawrence A.*, Behavioral Finance and Investor Governance, 59 Wash. & Lee L. Rev. 767-837 (2002)
- DAI*, Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Unternehmen – Ergebnisse einer Umfrage, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 35, Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Frankfurt am Main 2007
- Daniel, Kent; Hirshleifer, David; Subrahmanyam, Avandhar*, Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, 53 J. Fin. 1839-1885 (1998)
- Dari-Mattiacci, Giuseppe; Schäfer, Hans-Bernd*, Kernfragen reiner Vermögensschäden, in: Eger, Thomas; Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), Ökonomische Analyse der europäischen Zivilrechtsentwicklung – Beiträge zum X. Travemünder Symposium zur ökonomischen Analyse des Rechts (29. März bis 1. April 2006), Tübingen 2007, S. 516-549
- Dark, Frederick H.; Carter, Richard B.*, Effects of Differential Information on the After-Market Valuation of Initial Public Offerings, 45 J. Econ. & Bus. 375-392 (1993)
- Das Bürgerliche Gesetzbuch mit besonderer Berücksichtigung der Rechtsprechung des Reichsgerichts und des Bundesgerichtshofes – Kommentar, hrsg. von Mitgliedern des Bundesgerichtshofes, 12. Aufl., Berlin, New York 1975 ff. (zit.: *Bearb.*, in: RGRK)
- Däubler, Wolfgang*, Unternehmensrating – ein Rechtsproblem?, BB 2003, 429-434
- Davies, Paul*, Davies Review of Issuer Liability: Final Report, <www.hm-treasury.gov.uk> 2007
- Davies, Paul; Hopt, Klaus*, Control Transactions, in: Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 2004, loc. cit., p. 157-191
- De Bondt, Werner F. M.; Thaler, Richard*, Does the Stock Market Overreact?, 40 J. Fin. 793-805 (1985)
- De Long, J. Bradford; Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence H.; Waldmann, Robert J.*, The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading, 44 J. Fin. 681-696 (1989)
- Noise Trader Risk in Financial Markets, 98 J. Pol Econ. 703-738 (1990)
- Deutsch, Erwin*, Allgemeines Haftungsrecht, 2. Aufl., Köln, Berlin, Bonn u.a. 1996
- Entwicklung und Entwicklungsfunktion der Deliktstatbestände – Ein Beitrag zur Abgrenzung der rechtsetzenden von der rechtsprechenden Gewalt im Zivilrecht, JZ 1963, 385-391
- Dewatripont, Mathias; Tirole, Jean*, A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence, 109 Q. J. Econ. 1027-1054 (1994)
- Dickey, Jonathan C.; Mayer, Marcia Kramer*, Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment, 51 Bus. Law. 1203-1220 (1996)
- Diekmann, Hans; Merkner, Andreas*, Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, NZG 2007, 921-926
- Diekmann, Hans; Sustmann, Marco*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929-939
- Dittmar, Amy; Thakor, Anjan*, Why Do Firms Issue Equity?, 62 J. Fin. 1-54 (2007)

- Dittrich, Kurt Peter*, Die Privatplatzierung im deutschen Kapitalmarktrecht – eine Untersuchung der Vorschriften des Auslandinvestmentgesetzes, des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes und des Gesetzes über Kapitalanlage-Gesellschaften unter Berücksichtigung des Rechts der Vereinigten Staaten von Amerika und des Vereinigten Königreichs, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 1998
- Doğan, Sezer*, Ad-hoc-Publizitätshaftung – Zivilrechtliche Haftung wegen Verletzung von Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, Baden-Baden 2005
- Doralt, Walter*, Haftung der Abschlussprüfer – gegenüber der geprüften Gesellschaft, gegenüber verbundenen Unternehmen, gegenüber Dritten, Amtshaftung für den Bankprüfer, Haftpflichtversicherung, Wien 2005
- Doralt, Walter; Hellgardt, Alexander; Hopt, Klaus J.; Leyens, Patrick C.; Roth, Markus; Zimmermann, Reinhard*, Auditors' Liability and its Impact on the European Financial Markets, 67 C.L.J. 62-68 (2008)
- Draho, Jason*, The IPO Decision – Why and How Companies Go Public, Cheltenham (UK), Northampton (MA, USA) 2004
- Drinkuth, Henrik*, Informationspflichten bei Ermächtigungsbeschlüssen nach § 33 WpÜG – Zugleich Anmerkung zu LG München I v. 23.12.2004 - 5 HK O 15081/04, AG 2005, 597-606
- Schadensersatzhaftung für fehlerhafte Finanzanalysen, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts, 2007, a.a.O., S. 167-189
 - Gegen den Gleichlauf des Acting in concert nach § 22 WpHG und § 30 WpÜG, ZIP 2008, 676-679
- Drobetz, Wolfgang; Schillhofer, Andreas; Zimmermann, Heinz*, Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften, ZfB 2004, 5-25
- Drukarczyk, Jochen*, Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl. München 1993
- Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003
- Dryander, Christof von; Schröder, Oliver*, Gestaltungsmöglichkeiten für die Gewährung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder im Lichte des neuen Insiderrechts, WM 2007, 534-542
- Du, Julian; Wei, Shang-Jin*, Does Insider Trading Raise Market Volatility?, 114 Econ J. 916-942 (2004)
- Dühn, Matthias*, Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen – de lege lata und de lege ferenda, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2003
- Dunbar, Frederick C.; Heller, Dana*, Fraud on the Market Meets Behavioral Finance, 31 Del. J. Corp. L. 455-532 (2006)
- Duve, Christian; Basak, Denis*, Welche Zukunft hat die Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, BB 2005, 2645-2651
- DVFA*, Grundsätze für Fairness Opinions – DVFA-Finanzschriften Nr. 07/07, Dreieich 2007
- Easterbrook, Frank H.*, Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, 1981 Sup. Ct. Rev. 309-365
- Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R.*, Economic Structure of Corporate Law, Cambridge/Mass., London 1991
- Corporate Control Transactions, 91 Yale L. J. 698-737 (1982)
 - Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Va. L. Rev. 669-715 (1984)
 - Optimal Damages in Securities Cases, 52 U. Chi. L. Rev. 611-652 (1985)

- Ebenroth, Carsten Thomas; Boujong Karlheinz; Joost, Detlev (Hrsg.)*, Handelsgesetzbuch, München 2001; Band 1 in 2. Aufl. hrsg. von *Joost, Detlev; Strohn, Lutz*, München 2008
- Ebenroth, Carsten Thomas; Daum, Thomas*, Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen, WM Sonderbeil. 5/1992, S. 2-23
- Ebke, Werner F.*, Wirtschaftsprüfer und Dritthaftung, Bielefeld 1983
- Die Haftung des gesetzlichen Abschlußprüfers in der Europäischen Union, ZVglRWiss 100 (2001), 62-89
- Ebke, Werner F., Scheel, Hansjörg*, Die Haftung des Wirtschaftsprüfers für fahrlässig verursachte Vermögensschäden Dritter, WM 1991, 389-398
- Ebke, Werner F.; Siegel, Stanley*, Comfort Letters, Börsengänge und Haftung – Überlegungen aus Sicht des deutschen und US-amerikanischen Rechts, WM Sonderbeil. 2/2001, S. 3-23
- Eckardt, Diederich*, Persönliche Organ- und Gehilfenhaftung für Verkehrspflichtverletzungen im Unternehmen, in: Willingmann, Armin u.a. (Hrsg.), Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1996 – Das deutsche Zivilrecht 100 Jahre nach Verkündung des BGB Erreichtes · Verfehlt · Übersehenes, Stuttgart, München, Hannover u.a. 1997, S. 61-80
- Eckert, Georg; Grechenig, Kristoffel; Stremitzer, Alexander*, Ökonomische Analyse der Organhaftung, in: Kalss, Susanne (Hrsg.), Vorstandshaftung in 15 europäischen Ländern, Wien 2005, S. 95-163
- Efendi, Jap; Srivastava, Anup; Swanson, Edward P.*, Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors, 85 J. Fin. Econ. 667-708 (2007)
- Egbers, Bernd; Tal, Michael*, Die zivilrechtliche Haftung von Wertpapieranalysten – Notwendigkeit einer spezialgesetzlichen Haftungsregelung, BKR 2004, 219-226
- Eggert, Christian*, Aktienoptionen für Führungskräfte – ein Vergleich zwischen dem U.S.-amerikanischen und dem deutschen Recht, Baden-Baden 2004
- Ehricke, Ulrich*, Zur Teilnehmerhaftung von Gesellschaftern bei Verletzungen von Organpflichten mit Außenwirkung durch den Geschäftsführer einer GmbH, ZGR 2000, 351-383
- Deutschland, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 187-325
- Ehricke, Ulrich; Ekkenga, Jens; Oechsler, Jürgen*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Kommentar, München 2003
- Eichelberger, Jan*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), Berlin 2006
- Manipulation ohne Absicht? – Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), WM 2007, 2046-2053
- Eidam, Gerd*, Unternehmen und Strafe – Vorsorge und Krisenmanagement, 3. Aufl., Köln 2008
- Eidenmüller, Horst*, Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, Tübingen 1995
- Eidenmüller, Horst; Faust, Florian; Grigoleit, Hans Christoph; Jansen, Nils; Wagner, Gerhard; Zimmermann, Reinhard*, Der Gemeinsame Referenzrahmen für das Europäische Privatrecht – Wertungsfragen und Kodifikationsprobleme, JZ 2008, 529-550
- Eisenhardt, Ulrich*, Kapitalanlegerschutz und Schadensersatz nach geltendem Recht, Heidelberg 1978
- Ekkenga, Jens*, „Macrotron“ und das Grundrecht auf Aktieneigentum – der BGH als der bessere Gesetzgeber? – Zugleich eine Besprechung der Entscheidung BGH WM 2003, 53, ZGR 2003, 878-910

- Fragen der deliktischen Haftungsbegründung bei Kursmanipulationen und Insidergeschäften, ZIP 2004, 781-793
- Ekkenga, Jens; Hadding, Walther; Hammen, Horst (Hrsg.)*, Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung – Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Berlin 2003
- Ekkenga, Jens; Hofschroer, Josef*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Teil I), DStR 2002, 724-734
- Ekkenga, Jens; Maas, Heyo*, Das Recht der Wertpapieremissionen, Berlin 2006
- Ellenberger, Jürgen*, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, Berlin, New York 2001
- Die Börsenprospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, in: Horn, Norbert; Lwowski, Hans-Jürgen; Nobbe, Gerd (Hrsg.), Bankrecht, Schwerpunkte und Perspektiven – Festschrift für Herbert Schimansky, Köln 1999, S. 591-611
- Elster, Nico*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Das Recht des Sekundärmarktes, München 2002
- Elton, Edwin J.; Gruber, Martin J.; Blake, Christopher R.*, The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance, 69 J. Bus. 133-157 (1996)
- Elton, Edwin J.; Gruber, Martin J.; Brown, Stephen J.; Goetzmann, William N.*, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 6th Ed., New York 2003
- Engelhardt, Florian*, Vertragsabschlusschaden oder Differenzschaden bei der Haftung des Emittenten für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, BKR 2006, 443-448
- Engels, Wolfram*, Das Trilemma der Finanzmärkte, in: Engels, Wolfram (Hrsg.), Anlegerschutz und Vertrauensbildung an Finanzmärkten, Frankfurt am Main 1992, S. 11-35
- Engisch, Karl*, Einführung in das juristische Denken, 8. Aufl., Stuttgart, Berlin, Köln u.a. 1983
- Enriques, Luca*, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?, ECFR 2004, 440-457
- Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht, hrsg. von *Rudi Müller-Glöge; Ulrich Preis und Ingrid Schmidt*, 8. Aufl., München 2006
- Erkens, Michael*, Directors' Dealings nach neuem WpHG, Der Konzern 2005, 29-37
- Erlei, Mathias; Jost, Peter-J.*, Theoretische Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, in: Jost, Der Transaktionskostenansatz, 2001, a.a.O., S. 35-75
- Erman, Walter*, Zur Prospekthaftung aus § 45 Börsen-Gesetz, AG 1964, 327-332
- Erman, Walter (Begr.); Westermann, Harm Peter (Hrsg.)*, Bürgerliches Gesetzbuch – Handkommentar mit EGBGB, ErbbauVO, HausratsVO, LPartG, ProdHaftG, UKlaG, VAHRG und WEG, 11. Aufl., Münster, Köln 2004
- Escher-Weingart, Christina; Hannich, Fabian*, Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts bestimmt den Kreis der Mitteilungspflichtigen gem. § 15a WpHG („Directors' Dealings“) neu, NZG 2005, 922-923
- Escher-Weingart, Christina; Lägeler, Alexander; Eppinger, Christoph*, Schadensersatzanspruch, Schadensart und Schadensberechnung gem. der §§ 37b, 37c WpHG, WM 2004, 1845-1856
- European Group on Tort Law*, Principles of European Tort Law, Wien 2005
- Faden, Christoph*, Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Göttingen 2008
- Fairfax, Lisa M.*, Form over Substance: Officer Certification and the Promise of Enhanced Personal Accountability under the Sarbanes-Oxley Act, 55 Rutgers L. Rev. 1-64 (2002)
- Falkenhausen, Joachim Freiherr von*, Übernahmeprophylaxe – Die Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft, NZG 2007, 97-100

- Falkenhausen, Joachim Freiherr von; Widder, Stefan*, Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG, BB 2005, 225-228
- Fama, Eugene F.*, The Behavior of Stock-Market Prices, 38 J. Bus. 34 (1965)
- Random Walks in Stock Market Prices, 21 (5) Fin. Anal. J. 55-59 (1965)
 - Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Fin. 383 (1970)
 - Agency Problems and the Theory of the Firm, 88 J. Pol. Econ. 288-307 (1980)
 - Efficient Capital Markets: II, 46 J. Fin. 1575-1617 (1991)
 - Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, 49 J. Fin. Econ. 283-306 (1998)
- Fama, Eugene F.; Fisher, Lawrence; Jensen, Michael C.; Roll, Richard*, The Adjustment of Stock Prices to New Information, 10 Int'l. Econ. Rev. 1-21 (1969)
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R.*, Financing decisions: who issues stock?, 76 J. Fin. Econ. 549-582 (2005)
- Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C.*, Separation of Ownership and Control, 26 J. L. & Econ. 301-325 (1983)
- Agency Problems and Residual Claims, 26 J. L. & Econ. 327-349 (1983)
- Fehrenbacher, Oliver*, Registerpublizität und Haftung im Zivilrecht, Baden-Baden 2004
- Feldhaus, Heiner*, Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc-Publizität – eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Untersuchung unter Berücksichtigung der europarechtlichen Vorgaben, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2002
- Fenchel, Udo*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, DStR 2002, 1355-1362
- Feng, Lei; Seasholes, Mark S.*, Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?, 9 Rev. Fin. 305-351 (2005)
- Ferrarini, Guido; Giudici, Paolo*, Financial Scandals and the Role of Private Enforcement – The Parmalat Case, in: Armour, John; McCahery, Joseph A. (eds.), After Enron – Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US, Oxford 2006, p. 159-213
- Ferrarini, Guido; Hopt, Klaus J.; Winter, Jaap; Wymeersch, Eddy (eds.)*, Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford, New York 2004
- Ferrell, Allen*, If We Understand the Mechanisms, Why Don't We Understand Their Output?, 28 J. Corp. L. 503-515 (2003)
- Fich, Eliezer M.; Shivdasani, Anil*, Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth, 86 J. Fin. Econ. 306-336 (2007)
- Figlewski, Stephen*, Information Diversity and Market Behavior, 37 J. Fin. 87-102 (1982)
- Findeisen, Maximilian*, Die Bedeutung der haftungsbegründenden Kausalität einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung für die Anlageentscheidung des Schadensersatzklägers, NZG 2007, 692-695
- Findeisen, Maximilian, Backhaus, Richard*, Umfang und Anforderungen an die haftungsbegründende Kausalität bei der Haftung nach § 826 BGB für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, WM 2007, 100-108
- Fisch, Jill E.*, Class Action Reform, "Qui Tam", and the Role of the Plaintiff, 60 (4) Law & Contemp. Probs 167-202 (1997)
- Fischel, Daniel R.*, Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory, 74 Cornell L. Rev. 907-922 (1989)

- Fischer, Michael*, Unternehmerisches Fremdkapital: Mezzanine-Finanzierungen, in: Stadler, Wilfried (Hrsg.), Die neue Unternehmensfinanzierung – Strategisch Finanzieren mit bank- und kapitalmarktorientierten Instrumenten, Frankfurt am Main 2004, S. 224-234
- Fischer, Sandra*, Haftungsfragen des Ratings, Hamburg 2007
- Fischhoff, Baruch*, Hindsight ≠ Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment Under Uncertainty, 1 J. Exp. Psych.: Hum. Percep. & Perform. 288-299 (1975)
- Fleckner, Andreas M.*, Stock Exchanges at the Crossroads, 74 Fordham L. Rev. 2541-2620 (2006)
- Fleischer, Holger*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht – Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten, München 2001
- Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Vierundsechzigsten Deutschen Juristentages Berlin 2002, Band I, München 2002
 - (Hrsg.), Handbuch des Vorstandsrechts, München 2006
 - Konkurrenzprobleme um die culpa in contrahendo: Fahrlässige Irreführung versus arglistige Täuschung – zugleich eine Besprechung von BGH, Urteil vom 26. 9. 1997 - V ZR 29/96, NJW 1998, 302, AcP 200 (2000), 91-120
 - Informationspflichten der Geschäftsleiter beim Management Buyout im Schnittfeld von Vertrags-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, AG 2000, 309-321
 - Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2001, 1-32
 - Die „Business Judgment Rule“ im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie, in: Wank u.a., FS Herbert Wiedemann 2002, a.a.O., S. 827-849
 - Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, BB 2002, 1869-1874
 - Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, 2977-2983
 - Schnittmengen des WpÜG mit benachbarten Rechtsmaterien – eine Problemskizze, NZG 2002, 545-551
 - Directors’ Dealings, ZIP 2002, 1217-1229
 - Vorstandsverantwortlichkeit und Fehlverhalten von Unternehmensangehörigen – Von der Einzelüberwachung zur Errichtung einer Compliance-Organisation, AG 2003, 291-300
 - Die persönliche Haftung der Organmitglieder für kapitalmarktbezogene Falschinformationen – Bestandsaufnahme und Perspektiven, BKR 2003, 608-616
 - Zum Grundsatz der Gesamtverantwortung im Aktienrecht, NZG 2003, 449-459
 - Zur organschaftlichen Treuepflicht der Geschäftsleiter im Aktien- und GmbH-Recht, WM 2003, 1045-1058
 - Behavioral Law and Economics im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – ein Werkstattbericht, in: Fuchs, Andreas; Schwintowski, Hans-Peter; Zimmer, Daniel (Hrsg.), Wirtschafts- und Privatrecht im Spannungsfeld von Privatautonomie, Wettbewerb und Regulierung – Festschrift für Ulrich Immenga zum 70. Geburtstag, München 2004, S. 575-587
 - Prospektspflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 339-347
 - Scalping zwischen Insiderdelikt und Kursmanipulation – Zugleich Anmerkung zum BGH-Urteil vom 6. 11. 2003 - 1 StR 24/03, DB 2004, 51-55

- Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – Zugleich eine Besprechung der Infomatec-Entscheidungen des BGH vom 19.7.2004, DB 2004, 2031-2036
 - Zur Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, WM 2004, 1897-1903
 - Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – Insolvenzverschleppung, fehlerhafte Kapitalmarktinformation, Tätigkeitsverbote, ZGR 2004, 437-479
 - Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, DB 2005, 1611-1617
 - Aktienrechtliche Legalitätspflicht und „nützliche“ Pflichtverletzungen von Vorstandsmitgliedern, ZIP 2005, 141-152
 - Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung – Zugleich Besprechung von BGH, Urt. v. 9. 5. 2005 - II ZR 287/02 (EM.TV), ZIP 2005, 1805-1812
 - Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, NZG 2006, 561-569
 - Buchführungsverantwortung des Vorstands und Haftung der Vorstandsmitglieder für fehlerhafte Buchführung, WM 2006, 2021-2029
 - Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht, ZIP 2006, 451-459
 - Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden – Der DaimlerChrysler-Musterentscheid des OLG Stuttgart, NZG 2007, 401-407
 - Der deutsche „Bilanzeid“ nach § 264 Abs. 2 Satz 3 HGB, ZIP 2007, 97-106
 - Von „bubble laws“ und „quack regulation“ – Zur Kritik kriseninduzierter Reformgesetze im Aktien- und Kapitalmarktrecht, in: Hommelhoff/Rawert u.a., FS Hans-Joachim Priester 2007, a.a.O., S. 75-93
 - Zur Zivilrechtlichen Teilnehmerhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation nach deutschem und US-amerikanischem Recht, AG 2008, 265-273
 - Stock-Spams – Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008, 137-147
 - Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, 185-224
- Fleischer, Holger; Kalss, Susanne*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Einführende Gesamtdarstellung und Materialien, München 2002
- Kapitalmarktrechtliche Schadensersatzhaftung und Kurseinbrüche an der Börse, AG 2002, 329-336
- Fleischer, Holger; Schmolke, Klaus Ulrich*, Gerüchte im Kapitalmarktrecht – Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation, AG 2007, 841-854
- Zum Sondervotum einzelner Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern bei Stellungnahmen nach § 27 WpÜG, DB 2007, 95-100
- Flume, Werner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band Zweiter Teil: Die juristische Person, Berlin, Heidelberg, New York u.a. 1983 (zit.: *Flume*, Die juristische Person)
- Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Zweiter Band: Das Rechtsgeschäft, 4. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York u.a. 1992 (zit.: *Flume*, Das Rechtsgeschäft)
- Foelsch, Martin*, EU-Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts in den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007, 94-101
- Foerste, Ulrich*, Schadensersatzansprüche gegen AG, Unterbrechung der Verjährungsfrist, Organhaft – Kurzkomentar zu BGH, Urt. v. 12.12.2000 - VI ZR 345/99, EWiR 2001, 299-300
- Nochmals: Persönliche Haftung der Unternehmensleitung – die zweite Spur der Produkthaftung?, VersR 2002, 1-6

- Förster, Heinrich H.*, Die Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, Frankfurt am Main 2002
- Fox, Merritt B.*, Required Disclosure and Corporate Governance, in: Hopt et al., Comparative Corporate Governance, 1998, loc. cit., p. 701-718
- Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment, 85 Va. L. Rev. 1335-1419 (1999)
 - US Perspectives on Global Securities Market Disclosure Regulation: A Critical Review, EBOR 3 (2002), 337-370
 - After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions, 31 J. Corp. L. 829-875 (2006)
- Franke, Günter; Hax, Herbert*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg 2004
- Franks, Julian; Mayer, Colin*, Ownership and Control of German Corporations, 14 Rev. Fin. Stud. 943-977 (2001)
- French, Kenneth R.; Roll, Richard*, Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders, 17 J. Fin. Econ 5-26 (1986)
- Friedl, Markus J.*, Die Haftung des Vorstands und Aufsichtsrats für eine fehlerhafte Stellungnahme gemäß § 27 I WpÜG, NZG 2004, 448-455
- Friedman, Milton*, The Case for Flexible Exchange Rates, in: Friedman, Milton, Essays in Positive Economics, Chicago, London 1953, p. 157-203
- Frohne, Ronald*, Prospektspflicht und Prospekthaftung in Deutschland, Frankreich und den USA – Eine rechtsvergleichende Studie, München 1974
- Fuchs, Andreas; Dühn, Matthias*, Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München, BKR 2002, 1096, BKR 2002, 1063-1071
- Fuchs, Maximilian*, Deliktsrecht, Berlin, Heidelberg, New York 1995
- Fülbier, Rolf Uwe*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität – Ein Beitrag zur ökonomischen Analyse des Rechts, Wiesbaden 1998
- Fuller, Joseph; Jensen, Michael C.*, Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game, 14 (4) J. Appl. Corp. Fin. 41-46 (2002)
- Funke, Sabine*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting – Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Überlegungen zum interessengerechten Liquiditätsschutz von Minderheitsaktionären beim Börsenrückzug, Berlin 2005
- Gaius*, Institutiones – Die Institutionen des Gaius, herausgegeben, übersetzt und kommentiert von Ulrich Manthe, Darmstadt 2004
- Gaspar, José-Miguel; Massa, Massimo; Matos, Pedro*, Shareholder investment horizons and the market for corporate control, 76 J. Fin. Econ. 135-165 (2005)
- Gebauer, Stefan*, Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 1999
- Gehrt, John Alexander*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz – Eine kritische Betrachtung im Vergleich zur französischen und anglo-amerikanischen Regelung, Baden-Baden 1997
- Geibel, Stefan J.*, Der Kapitalanlegerschaden, Tübingen 2002
- Die Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft als Beschränkung von Schadensersatzansprüchen?, BB 2005, 1009-1015
- Geibel, Stephan; Süßmann, Rainer (Hrsg.)*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) – Kommentar mit WpÜG-Angebotsverordnung und den geänderten Vorschriften in AktG, WpHG, KAGG, AuslInvestmG, KWG, VerkProspG, VerkProspVO, GKG und BRAGO, München 2002

- Georgieff, Alexander; Hauptmann, Markus*, Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG – Rechtsfragen in Zusammenhang mit überwiegend fremdfinanzierten öffentlichen Barangeboten, AG 2005, 277-284
- Gerber, Olaf*, Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz – Eine Untersuchung der Vorschriften des Börsengesetzes und des Verkaufsprospektgesetzes im Vergleich zur US-amerikanischen Regelung, Baden-Baden 2001
- Gerke, Wolfgang; Fleischer, Jörg*, Die Performance der Börsengänge am Neuen Markt, zfbf 53 (2001), 827-839
- Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.)*, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001
- Gilson, Ronald J.; Kraakman, Reinier H.*, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. 549-644 (1984)
- Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, 28 J. Corp. L. 715-742 (2003)
- Givoly, Dan; Palmon, Dan*, Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence, 58 J. Bus. 69-87 (1985)
- Gode, Dhananjay K.; Sunder, Shyam*, What Makes Markets Allocationally Efficient?, 112 Q. J. Econ. 603-630 (1997)
- Goette, Wulf*, Aktuelle Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zum Aktienrecht (Teil I), DStR 2005, 561-564
- Goetzmann, William N.; Ibbotson, Roger G.*, Do Winners Repeat?, 20 (2) J. Portfol. Manage. 9-18 (1994)
- Gordon, Jeffrey N.*, An American Perspective on Anti-Takeover Laws in the EU: The German Example, in: Ferrarini, Guido; Hopt, Klaus J.; Winter, Jaap; Wymeersch, Eddy (eds.), Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford, New York 2004, p. 541-559
- Gordon, Jeffrey N.; Kornhauser, Lewis A.*, Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research, 60 NYU L. Rev. 761-849 (1985)
- Goshen, Zohar; Parchomovsky, Gideon*, The Essential Role of Securities Regulation, 55 Duke L. J. 711-782 (2006)
- Gottschalk, Eckart*, Die persönliche Haftung der Organmitglieder für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen de lege lata und de lege ferenda, Der Konzern 2005, 274-286
- Die deliktische Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen – Zugleich eine Besprechung der BGH-Entscheidung vom 9. 5. 2005 - EM.TV, DStR 2005, 1648-1654
- Goulding, Simon; Miles, Lilian; Schall, Alexander*, Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law – Including Observations on OLG Schleswig Holstein, NZG 2004, 669 (Mobilcom II) and LG München I, NZG 2004, 626 (Hypovereinsbank), ECFR 2005, 20-62
- Graham, John R.; Harvey, Campbell R.*, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, 60 J. Fin. Econ. 187-243 (2001)
- Grannemann, Axel*, Prospekttherausgeberhaftung auf dem grauen Kapitalmarkt, Pfaffenweiler 1988
- Gravenhorst, Joachim*, Plazierungsverfahren bei Aktienemissionen und der Anspruch auf Zuteilung – Eine interdisziplinäre Analyse der Börseneinführung unter rechtlichen und ökonomischen Gesichtspunkten, Baden-Baden 2003
- Greth, Michael*, Managemententlohnung aufgrund des Economic Value Added (EVA), in: Pellens, Bernhard (Hrsg.), Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme, Stuttgart 1998, S. 69-100

- Griffin, Craig L.*, Corporate Scierter under the Securities Exchange Act of 1934, (1989) BYU L. Rev. 1227-1259
- Grigoleit, Hans Christoph*, Vorvertragliche Informationshaftung – Vorsatzdogma, Rechtsfolgen, Schranken, München 1997
- Grinblatt, Mark; Hwang, Chuan Yang*, Signalling and the Pricing of New Issues, 44 J. Fin. 393-420 (1989)
- Groß, Werner*, Deliktische Außenhaftung des GmbH-Geschäftsführers, ZGR 1998, 551-569
- Groß, Wolfgang*, Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierverkaufsprospekt und zum Verkaufsprospektgesetz, 3. Aufl., München 2006, teilweise auch 2. Aufl. 2002
- Bookbuilding, ZHR 162 (1998), 318-339
 - Die börsengesetzliche Prospekthaftung, AG 1999, 199-209
 - Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 141-166
 - Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc-Publizität, WM 2002, 477-486
- Großkommentar Aktiengesetz: siehe *Hopt/Wiedemann*
- Großkommentar Handelsgesetzbuch: siehe *Staub*
- Grossman, Sanford*, On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information, 31 J. Fin. 573-585 (1976)
- Grossman, Sanford J.; Hart, Oliver D.*, Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, 11 Bell J. Econ. 42-64 (1980)
- Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in: McCall, John J. (ed.), The Economics of Information and Uncertainty, Chicago, London 1982, p. 107-137
 - The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, 94 J. Pol. Econ. 691-719 (1986)
- Grossman, Sanford J.; Stiglitz, Joseph E.*, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, 70 AER 393-408 (1980)
- Großmann, Klaus; Nikoleyczik, Tobias*, Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, DB 2002, 2031-2037
- Grotheer, Marc*, Außenhaftung von Aufsichtsratsmitgliedern: Ein Anreiz zur Verbesserung der Überwachungstätigkeit? – Kapitalmarktinformationshaftung de lege ferenda vor dem Hintergrund der Innenhaftung nach dem UMAG, WM 2005, 2070-2078
- Gruber, Michael*, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239-252
- Grumann, Marc-Olaf*, Prospektbegriff, -pflicht und -verantwortlichkeit im Rahmen der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im engeren Sinne, BKR 2002, 310-316
- Grundmann, Stefan*, Der Treuhandvertrag – insbesondere die werbende Treuhand, München 1997
- The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives, and Policy Considerations, in: Hopt et al., Corporate Governance in Context, 2005, loc. cit., p. 421-446
 - Die rechtliche Verfassung des Marktes für Unternehmenskontrolle nach Verabschiedung der Übernahme-Richtlinie, in: Grundmann, Stefan; Schwintowski, Hans-Peter; Singer, Reinhard; Weber, Martin (Hrsg.), Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht – Symposium und Seminar zum 65. Geburtstag von Eberhard Schwark, Berlin 2006, S. 77-103

- Grundmann, Stefan; Selbherr, Benedikt*, Börsenprospekthaftung in der Reform – Rechtsvergleichung, Europarecht, Interessenbewertung mit ökonomischer Analyse, WM 1996, 985-993
- Grunewald, Barbara*, Die Haftung des Experten für seine Expertise gegenüber Dritten, AcP 187 (1987), 285-308
- Die Haftung von Organmitgliedern nach Deliktsrecht, ZHR 157 (1993), 451-463
- Grünwald, Michael*, Die deliktische Außenhaftung des GmbH-Geschäftsführers für Organisationsdefizite, Baden-Baden 1999
- Gulati, Mitu*, When Corporate Managers Fear a Good Thing Is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure, 46 UCLA L. Rev. 675-756 (1999)
- Gutte, Robert*, Das reguläre Delisting von Aktien – Kapitalmarktrecht – Gesellschaftsrecht – Ökonomie, Berlin 2006
- Güttler, André*, Wird die Ad-hoc-Publizität korrekt umgesetzt? – Eine empirische Analyse unter Einbezug von Unternehmen des Neuen Markts, zfbf 57 (2005), 237-259
- Haarmann, Wilhelm; Schüppen, Matthias (Hrsg.)*, Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Öffentliche Übernahmeangebote (WpÜG) und Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a - f AktG), 2. Aufl., Frankfurt am Main 2005
- Habersack, Mathias*, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht, Tübingen 1996
- Reformbedarf im Übernahmerecht!, ZHR 166 (2002), 619-624
- Habersack, Mathias; Hommelhoff, Peter; Hüffer, Uwe; Schmidt, Karsten (Hrsg.)*, Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin, New York 2003
- Habersack, Mathias; Mülbert, Peter O.; Schlitt, Michael (Hrsg.)*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl., Köln 2008, teilweise auch 1. Aufl. 2005
- Hagen-Eck, Regine; Wirsch, Stefan*, Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG – Einschließlich der gesteigerten Anforderungen nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), DB 2007, 504-509
- Hager, Martin G.*, Die wertpapierangebotsrechtliche Vorankündigung – unter besonderer Berücksichtigung des kapitalmarktrechtlichen Informationsnormcharakters und des Rechtsvergleichs zum britischen und US-amerikanischen Recht, Baden-Baden 2004
- Hahn, Dieter*, Die Regulierung von Übernahmen in der Europäischen Gemeinschaft – Eine ökonomische Analyse der vorgeschlagenen EG-Richtlinie zu Übernahmeangeboten und der bereits erlassenen Richtlinie über die Veröffentlichungspflichten beim Erwerb von Unternehmensanteilen, ZBB 1990, 10-21
- Halpern, Paul*, limited and extended liability regimes, in: Newman, Peter (ed.), The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Vol. II: E-O, London 1998, p. 581-591
- Hamann, Uwe*, Die Angebotsunterlage nach dem WpÜG – ein praxisorientierter Überblick, ZIP 2001, 2249-2257
- Hamilton, Robert W.*, Reflections on the Pricing of Shares, 19 Cardozo L. Rev. 493-503 (1997)
- Hanau, Peter*, Die Kausalität der Pflichtwidrigkeit – Eine Studie zum Problem des pflichtmäßigen Alternativverhaltens im bürgerlichen Recht, Göttingen 1971
- Hansmann, Henry*, Ownership of the Firm, 4 J. L. Econ. & Org. 267-304 (1988)
- Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier*, Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts, 100 Yale L. J. 1879-1934 (1991)
- What is Corporate Law?, in: Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 2004, loc. cit., p. 1-19

- Agency Problems and Legal Strategies, in: Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 2004, loc. cit., p. 21-31
- Haouache, Gerhard Gordon*, Börsenaufsicht durch Strafrecht – eine Untersuchung zur straf- und verfassungsrechtlichen Problematik der strafrechtlichen Sanktionierung des Insiderhandels durch das Wertpapierhandelsgesetz in Deutschland im Hinblick auf die Umsetzung der EG-Richtlinie 89/592 EWG, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 1996
- Happ, Wilhelm*, Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes, JZ 1994, 240-246
- Harbarth, Stephan*, Die Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats zur Gegenleistung bei Übernahmeangeboten, ZIP 2004, 3-12
- Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898-1909
- Harsanyi, John C.*, Approaches to the Bargaining Problem Before and After the Theory of Games: A Critical Discussion of Zeuthen's, Hicks', and Nash's Theories, 24 *Econometrica* 144-157 (1956)
- Hartmann-Wendels, Thomas*, Finanzierung, in: Jost, *Der Transaktionskostenansatz*, 2001, a.a.O., S. 117-146
- Hauschka, Christoph E. (Hrsg.)*, *Corporate Compliance – Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen*, München 2007
- Compliance, Compliance-Manager, Compliance-Programme: Eine geeignete Reaktion auf gestiegene Haftungsrisiken für Unternehmen und Management?, NJW 2004, 257-261
- Compliance am Beispiel der Korruptionsbekämpfung – Eine Erwiderung aus der Praxis auf Uwe H. Schneiders Vorschläge, ZIP 2003, 645, ZIP 2004, 877-883
- Häuser, Franz; Hammen, Horst; Hennrichs, Joachim u.a. (Hrsg.)*, Festschrift für Walther Hadding zum 70. Geburtstag am 8. Mai 2004, Berlin 2004
- Hawkins, Scott A.; Hastie, Reid*, Hindsight – Biased Judgments of Past Events After the Outcomes Are Known, 107 *Psych. Bull.* 311-327 (1990)
- Hayek, Friedrich A. von*, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, in: Hayek, Friedrich A. von, *Rechtsordnung und Handelsordnung – Aufsätze zur Ordnungsökonomik*, Tübingen 2003, S. 132-150
- Hazen, Thomas Lee*, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 5th Ed., St. Paul/Minnesota 2005
- Hecker, Mario*, Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren – Zugleich eine Besprechung von OLG Frankfurt/M, *Beschl. v. 27.5.2003 - WpÜG 01/03 „ProSieben AG“*, ZBB 2004, 41-56
- Hefermehl, Wolfgang; Köhler, Helmut; Bornkamm, Joachim*, *Wettbewerbsrecht – Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, Preisangabenverordnung, Unterlassungsklagengesetz*, 25. Aufl., München 2007
- Heidel, Thomas (Hrsg.)*, *Aktienrecht – Aktiengesetz, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Steuerrecht, Europarecht*, Bonn 2003 (zit.: *Bearb.*, in: *AnwKomm. AktG*)
- Heidelbach, Anna; Preuß, Thomas*, Einzelfragen in der praktischen Arbeit mit dem neuen Wertpapierprospektregime, BKR 2006, 316-323
- Heim, Richard*, *Die Rechtsstellung des Emissionshauses bei der Einführung von Aktien in den Verkehr*, Marburg 1909
- Heinrich, Tobias A.*, *Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen – eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen, englischen und US-amerikanischen Rechts*, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2006

- Heintzen, Markus*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex aus der Sicht des deutschen Verfassungsrechts – Erwiderung auf Seidel, Der DCGK – eine private oder doch eine staatliche Regelung?, ZIP 2004, 285, ZIP 2004, 1933-1938
- Heinze, Stephan*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Das Recht des Primärmarktes, München 1999
- Heisterhagen, Christoph*, Prospekthaftung für geschlossene Fonds nach dem Börsengesetz – wirklich ein Beitrag zum Anlegerschutz?, DStR 2006, 759-764
- Heitmann, Stefan A.*, High-Yield-Anleihen – Eine Untersuchung der Rechtsfragen von High-Yield-Anleihen (Junk Bonds) deutscher Unternehmensemittenten, Baden-Baden 2007
- Heldrich, Andreas; Prölss, Jürgen; Koller, Ingo u.a. (Hrsg.)*, Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris – zum 70. Geburtstag, München 2007
- Hellgardt, Alexander*, Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation – Der Beweis von Taterfolg und Kausalität, ZIP 2005, 2000-2008
- Die deliktische Außenhaftung von Gesellschaftsorganen für unternehmensbezogene Pflichtverletzungen – Überlegungen vor dem Hintergrund des Kirch/Breuer-Urteils des BGH, WM 2006, 1514-1522
 - Kein Anspruch auf Gleichbehandlung des Minderheitsaktionärs, wenn der Großaktionär pflichtwidrig bevorzugt wurde, Anmerkung zu OLG Celle, Urteil vom 19. Juli 2006 (9 U 15/06) - WuB II A. § 53a AktG 1.06
- Hellwig, Martin F.*, On the aggregation of information in competitive markets, 22. J. Econ. Th. 477-498 (1980)
- Market Discipline, Information Processing and Corporate Governance, in: Hopt et al., Corporate Governance in Context, 2005, loc. cit., p. 379-402
- Hendricks, Darryll; Patel, Jayendu; Zeckhauser, Richard*, Hot Hands in Mutual Funds – Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988, 48 J. Fin. 93-130 (1993)
- Hennrichs, Joachim*, Haftungsrechtliche Aspekte des Ratings, in: Häuser u.a., FS Walther Hadding 2004, a.a.O., S. 875-891
- Haftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen und Bilanzen, in: Bork, Reinhard; Hoeren, Thomas; Pohlmann, Petra (Hrsg.), Recht und Risiko – Festschrift für Helmut Kollhoser zum 70. Geburtstag, Karlsruhe 2004, Band II, S. 201-215
- Henze, Hartwig*, Vermögensbindungsprinzip und Anlegerschutz, NZG 2005, 115-121
- Heppe, Hansjörg*, Nach dem Vertrauensverlust – Ist es an der Zeit, die Dritthaftung deutscher Abschlussprüfer zu verschärfen?, WM 2003, 714-724 (Teil I); WM 2003, 753-762 (Teil II)
- Heron, Randall A.; Lie, Erik*, Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants?, 83 J. Fin. Econ. 271-295 (2007)
- Herrmann, Gerold*, Zum Nachteil des Vermögens – eine (un)rechtsvergleichende Betrachtung des Common Law of Negligence und der deutschen Fahrlässigkeitshaftung für „bloße“ Vermögensschäden, Karlsruhe 1978
- Hertig, Gerard; Kanda, Hideki*, Creditor Protection, in: Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 2004, loc. cit., p. 71-99
- Hertig, Gerard; Kraakman, Reinier; Rock, Edward*, Issuers and Investor Protection, in: Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 2004, loc. cit., p. 193-214
- Heß, Burkhard*, Sammelklagen im Kapitalmarktrecht, AG 2003, 113-125
- Musterverfahren im Kapitalmarktrecht, ZIP 2005, 1713-1719
- Hettermann, Kerstin; Althoff, Frank*, Rechtliche Anforderungen an Finanzanalysen, WM 2006, 265-273
- Heukamp, Wessel*, Abschlußprüfer und Haftung, Köln 2000

- Brauchen wir eine kapitalmarktrechtliche Dritthaftung von Wirtschaftsprüfern?, ZHR 169 (2005), 471-494
- Heuser, Paul J.; Theile, Carsten (unter Mitarbeit von Kai Udo Pawelzik)*, IAS/IFRS Handbuch – Einzel- und Konzernabschluss, Köln 2005
- Hewicker, K. F. Johannes*, Ad-hoc-Publizität – Die Haftung des Vorstandes, Hamburg 2005
- Heymann, Ernst (Begr.); Horn, Norbert (Hrsg.)*, Handelsgesetzbuch (ohne Seerecht) – Kommentar, 2. Aufl., Berlin, New York 1995 ff.
- Hienzsch, André*, Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit – Eine empirische Studie, Baden-Baden 2006
- High Level Group of Company Law Experts (Hochrangige Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts)*, Bericht über die Abwicklung von Übernahmeangeboten, Brüssel 2002 (zit.: *High Level Group*, Bericht vom 10.01.2002)
- Hild, Thilo Lars*, Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung des Kapitalmarktes – Eine kriminalrechtliche Untersuchung von Börsengängen und Aktienhandel in Deutschland und den USA, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2004
- Hildner, Claus R.*, Aspekte des Anlagebetruges im staatsanwaltschaftlichen Ermittlungsverfahren, WM 2004, 1068-1074
- Hildner, Matthias*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener Unternehmen – Die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten verbundener Unternehmen bei Veränderung des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften gem. §§ 21 ff. WpHG, Berlin 2002
- Hill, Claire A.*, Why Financial Appearances Might Matter: An Explanation for “Dirty Pooling” and Some Other Types of Financial Cosmetics, 22 Del. J. Corp. L. 141-196 (1997)
- Hirschman, Albert O.*, Abwanderung und Widerspruch – Reaktionen auf Leistungsabfall bei Unternehmungen, Organisationen und Staaten, Tübingen 1974
- Hirshleifer, David; Png, I. P. L.*, Facilitation of Competing Bids and the Price of a Takeover Target, 2 Rev. Fin. Stud. 587-606 (1989)
- Hirte, Heribert*, Berufshaftung – Ein Beitrag zur Entwicklung eines einheitlichen Haftungsmodells für Dienstleistungen, München 1996
- Das Transparenz- und Publizitätsgesetz – Einführende Gesamtdarstellung, München 2003
- Kapitalgesellschaftsrecht, 5. Aufl., Köln 2006
- Die Ad-hoc-Publizität im System des Aktien- und Börsenrechts, in: Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung – Bankrechtstag 1995, Bd. 7 der Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, hrsg. von Hadding, Walther; Hopt, Klaus J.; Schimansky, Herbert, Berlin, New York 1996, S. 47-93 (zit.: *Hirte*, in: Bankrechtstag 1995)
- Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, ZGR 2002, 623-658
- Ad-hoc-Publizität in der Krise, in: Gerhardt, Walter; Haarmeyer, Hans; Kreft, Gerhart (Hrsg.), Insolvenzrecht im Wandel der Zeit – Festschrift für Hans-Peter Kirchhof zum 65. Geburtstag, Recklinghausen 2003, S. 223-245
- The Takeover Directive – a Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?, ECFR 2005, 1-19
- Ad-hoc-Publizität und Krise der Gesellschaft – Aktuelle Fragen im Grenzbereich zwischen Kapitalmarkt- und Insolvenzrecht, ZInsO 2006, 1289-1299
- Hofmann, Christian; Krolop, Kaspar*, Rückverschmelzung nach Börsengang – Der Fall T-Online, AG 2005, 866-877

- Hoffmann, Volker H.; Knierim, Thomas C.*, Falsche Berichterstattung des Abschlussprüfers, BB 2002, 2275-2277
- Hogan, Steve; Jarrow, Robert; Teo, Melvyn; Warachka, Mitch*, Testing market efficiency using statistical arbitrage with applications to momentum and value strategies, 73 J. Fin. Econ. 525-565 (2004)
- Holderness, Clifford G.*, Liability Insurers as Corporate Monitors, 10 Int'l Rev. L. & Econ 115-129 (1990)
- Holler, Manfred J.; Illing, Gerhard*, Einführung in die Spieltheorie, 6. Aufl., Berlin, Heidelberg 2006
- Holmstrom, Bengt R.; Tirole, Jean*, The Theory of the Firm, in: Schmalensee, Richard; Willig, Robert (eds.), Handbook of Industrial Organization, Amsterdam, Boston, London 1989, Volume 1, p. 61-133
- Holzborn, Timo; Foelsch, Martin E.*, Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, NJW 2003, 932-940
- Hommelhoff, Peter*, Konzerneingangs-Schutz durch Takeover-Recht? – Eine Betrachtung zur europäischen Rechtspolitik, in: Bierich, Marcus; Hommelhoff, Peter; Kropff, Bruno, Festschrift für Johannes Semler zum 70. Geburtstag am 28. April 1993 – Unternehmen und Unternehmensführung im Recht, Berlin, New York 1993, S. 455-471
- Anlegerinformationen im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, 748-775
- Hommelhoff, Peter; Hopt, Klaus J.; v. Werder, Axel (Hrsg.)*, Handbuch Corporate Governance – Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in Rechts- und Wirtschaftspraxis, Köln und Stuttgart 2003
- Hommelhoff, Peter; Kleindiek, Detlef*, Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht, AG 1990, 106-111
- Hommelhoff, Peter; Mattheus, Daniela*, Risikomanagementsystem im Entwurf des BilMoG als Funktionselement der Corporate Governance, BB 2007, 2787-2791
- Hommelhoff, Peter; Rawert, Peter; Schmidt, Karsten (Hrsg.)*, Festschrift für Hans-Joachim Priester – Zum 70. Geburtstag, Köln 2007
- Honsell, Heinrich*, Die Haftung für Gutachten und Auskunft unter besonderer Berücksichtigung von Drittinteressen, in: Beuthien u.a., FS Dieter Medicus 1999, a.a.O., S. 211-233
- Höpner, Martin; Jackson, Gregory*, Revisiting the Mannesmann takeover: how markets for corporate control emerge, 3 Europ. Manage. Rev. 142-155 (2006)
- Hopt, Klaus J.*, Schadensersatz aus unberechtigter Verfahrenseinleitung – Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum Schutz gegen unberechtigte Inanspruchnahme staatlicher Verfahren, München 1968
- Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken – Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München 1975
- Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes (dargestellt unter besonderer Berücksichtigung der Publikumspersonengesellschaften, namentlich der Abschreibungsgesellschaften und geschlossenen Immobilienfonds)? – Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Einundfünfzigsten Deutschen Juristentages Stuttgart 1976, Band I, München 1976
- Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz, München 1991
- Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 1: Der international erreichte Stand des Kapitalmarktrechts, ZHR 140 (1976), 201-235

- Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen Vergleich, ZHR 141 (1977), 389-441
- Ideelle und wirtschaftliche Grundlagen der Aktien-, Bank- und Börsenrechtsentwicklung im 19. Jahrhundert, in: Coing, Helmut; Wilhelm, Walter (Hrsg.), Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert, Bd. V, Geld und Banken, Frankfurt 1980, S. 128-168
- Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich – Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung, AcP 183 (1983), 608-720
- Die Haftung des Wirtschaftsprüfers – Rechtsprobleme zu § 323 HGB (§ 168 AktG a.F.) und zur Prospekt- und Auskunftshaftung, in: Hofmann, Paul; Meyer-Cording, Ulrich; Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Klemens Pleyer zum 65. Geburtstag, Berlin, Bonn, München 1986, S. 341-369
- Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht, in: Kübler, Friedrich; Mertens, Hans-Joachim; Werner, Winfried (Hrsg.), Festschrift für Theodor Heinsius – zum 65. Geburtstag am 25. September 1991, Berlin, New York 1991, S. 289-322
- Emission, Prospekthaftung und Anleihtreuehand im internationalen Recht, in: Pfister u.a., FS Werner Lorenz 1991, a.a.O., S. 413-433
- The European Insider Dealing Directive, in: Hopt, Klaus J.; Wymeersch, Eddy (eds.), European Insider Dealing – Law and Practice, London, Boston, Dublin u.a. 1991, p. 129-149
- Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17-73
- Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534-566
- Ökonomische Theorie und Insiderrecht, AG 1995, 353-362
- Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, ZHR 159 (1995), 135-163
- Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat – Zugleich ein Beitrag zur corporate governance-Debatte, in: Immenga, Ulrich; Möschel, Wernhard; Reuter, Dieter (Hrsg.), Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker zum siebzigsten Geburtstag, Baden-Baden 1996, S. 909-931
- Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz – Börsen- und kapitalmarktrechtliche Überlegungen, in: Basedow, Jürgen; Hopt, Klaus J.; Kötz, Hein (Hrsg.), Festschrift für Ulrich Drobnig – zum siebzigsten Geburtstag, Tübingen 1998, S. 525-548
- Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, in: Canaris, Claus-Wilhelm; Heldrich, Andreas; Hopt, Klaus J. u.a. (Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof – Festgabe aus der Wissenschaft, München 2000, Bd. II, S. 497-547
- Europäisches Kapitalmarktrecht – Rückblick und Ausblick, in: Grundmann, Stefan (Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts – Gesellschafts-, Arbeits- und Schuldvertragsrecht, Tübingen 2000, S. 307-330
- Corporate Governance: Aufsichtsrat oder Markt? – Überlegungen zu einem internationalen und interdisziplinären Thema, in: Hommelhoff, Peter; Rowedder, Heinz; Ulmer, Peter (Hrsg.), Max Hachenburg – dritte Gedächtnisvorlesung, Heidelberg 2000, S. 9-47
- Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? – Überlegungen zum Einfluß der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law und civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, 779-818

- Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz – Gemeinsamer Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie und Diskussionsentwurf des Übernahmegesetzes, in: Kramer, Ernst A.; Schuhmacher, Wolfgang (Hrsg.), Beiträge zum Unternehmensrecht – Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 65. Geburtstag, Wien 2001, S. 61-89
 - Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte – Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333-376
 - Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002), 383-432
 - Prävention und Repression von Interessenkonflikten – im Aktien-, Bank- und Berufsrecht, in: Kalls, Susanne; Nowotny, Christian; Schauer, Martin (Hrsg.), Festschrift Peter Doralt – Zum 65. Geburtstag, Wien 2004, S. 213-234
 - Interessenwahrung und Interessenkonflikte im Aktien-, Bank- und Berufsrecht – Zur Dogmatik des modernen Geschäftsbesorgungsrechts, ZGR 2004, 1-52
 - Europäisches Gesellschaftsrecht und deutsche Unternehmensverfassung – Aktionsplan und Interdependenzen, ZIP 2005, 461-474
 - Aktienrecht unter amerikanischem Einfluss, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 2, S. 105-128
- Hopt, Klaus.; Baetge, Dietmar*, Empfehlungen zur Reform des deutschen Rechts, in: Basedow u.a., Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß, 1999, a.a.O., S. 3-7
- Hopt, Klaus J.; Baum, Harald*, Börsenrechtsreform in Deutschland, in: Hopt/Rudolph u.a., Börsenreform, 1997, a.a.O., S. 287-467
- Hopt, Klaus J.; Kanda, Hideki; Roe, Mark J.; Wymeersch, Eddy; Prigge, Stefan (eds.)*, Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research, Oxford, New York 1998
- Hopt, Klaus J.; Leyens, Patrick C.*, Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy, ECFR 2004, 135-168
- Hopt, Klaus J.; Mühlbert, Peter O.; Kumpan, Christoph*, Reformbedarf im Übernahmerecht, AG 2005, 109-119
- Hopt, Klaus J.; Prigge, Stefan*, Preface, in: Hopt et al., Comparative Corporate Governance, 1998, loc. cit., p. v-x
- Hopt, Klaus J.; Rudolph, Bernd; Baum, Harald (Hrsg.)*, Börsenreform – Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997
- Hopt, Klaus J.; Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.)*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Tübingen 2005
- Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, WM 2004, 1801-1804
 - Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 9-160
- Hopt, Klaus J.; Wiedemann, Herbert (Hrsg.)*, Aktiengesetz – Großkommentar, 4. Aufl., Berlin 1992 ff. (zit.: *Bearb.*, in: Großkomm. AktG)
- Hopt, Klaus J.; Will, Michael R.*, Europäisches Insiderrecht – Einführende Untersuchung, Ausgewählte Materialien, Stuttgart 1973
- Hopt, Klaus J.; Wymeersch, Eddy; Kanda, Hideki; Baum, Harald (eds.)*, Corporate Governance in Context – Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US, Oxford, New York 2005

- Horn, Norbert*, Europäisches Finanzmarktrecht – Entwicklungsstand und rechtspolitische Aufgaben, München 2003
- Zur Haftung der AG und ihrer Organmitglieder für unrichtige oder unterlassene Ad-hoc-Informationen, in: Habersack u.a., FS Peter Ulmer 2003, a.a.O., S. 817-828
- Horst, Peter Michael*, Kapitalanlegerschutz – Haftung bei Emission und Vertrieb von Kapitalanlagen. Eine juristische und ökonomische Analyse, München 1987
- Hotz, Mathias*, Information und Desinformation des Kapitalanlegers durch Finanzanalysen – eine rechtsvergleichende und rechtstatsächliche Untersuchung, Jena 2007
- Hower-Knobloch, Christian*, Directors' Dealings gem. § 15a WpHG – Eine ökonomische Analyse einer Mitteilungspflicht über Wertpapiergeschäfte von Personen mit Führungsaufgaben, Baden-Baden 2007
- Hu, Henry T.C.*, Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investment, 38 UCLA L. Rev. 277-389 (1990)
- Huber, Silvia*, Haftung für Angebotsunterlagen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Hamburg 2002
- Hüffer, Jens*, Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz – Prospektpflicht und Anleger-schutz, Köln 1996
- Hüffer, Uwe*, Aktiengesetz, 7. Aufl., München 2006
- Huson, Mark R.; Malatesta, Paul H.; Parrino, Robert*, Managerial succession and firm performance, 74 J. Fin. Econ. 237-275 (2004)
- Hutter, Stephan; Stürwald, Florian*, EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, NJW 2005, 2428-2431
- Ibbotson, Roger G.*, Price Performance of Common Stock New Issues. 2 J. Fin. Econ. 235-272 (1975)
- Ibbotson, Roger G.; Jaffe, Jeffrey F.*, "Hot Issue" Markets, 30 J. Fin. 1027-1042 (1975)
- Ihrig, Hans-Christoph*, Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht, ZHR 167 (2003), 315-350
- Reformbedarf beim Haftungstatbestand des § 93 AktG, WM 2004, 2098-2107
- Ihrig, Hans-Christoph; Wagner, Jens*, Corporate Governance: Kodex-Erklärung und ihre unterjährige Korrektur, BB 2002, 2509-2514
- Ikenberry, David; Lakonishok, Josef; Vermaelen, Theo*, Market underreaction to open market share repurchases, 39 J. Fin. Econ. 181-208 (1995)
- Immenga, Ulrich; Mestmäcker, Ernst-Joachim*, Wettbewerbsrecht – Kommentar zum Europäischen Kartellrecht, Band 2: GWB, 4. Aufl., München 2007, teilweise auch 3. Aufl. (u. d. T.: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen – Kommentar), München 2001
- Ivković, Zoran; Jegadeesh, Narasimhan*, The timing and value of forecast and recommendation revisions, 73 J. Fin. Econ. 433-463 (2004)
- Jackson, Howell E.; Roe, Mark*, Public and Private Enforcement of Securities Laws: Ressource-Based Evidence, Working Paper 2008 (abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract_id=1000086>)
- Jahn, Joachim*, Mehr Schutz vor Bilanzskandalen, ZRP 2003, 121-124
- Janke, Matthias*, Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht – Neubewertung der richterrechtlichen Generalklausel im Rahmen einer rechtsvergleichenden und ökonomischen Analyse, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2003
- Jansen, Nils*, Die Struktur des Haftungsrechts – Geschichte, Theorie und Dogmatik außervertraglicher Ansprüche auf Schadensersatz, Tübingen 2003
- The State of Art of European Tort Law. Present Problems and Proposed Principles, in: Bussani, Mauro, European Tort Law – Eastern and Western Perspectives, Bern 2007, p. 15-45

- Jarrow, Robert A.*, Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes, 27 *J. Fin. & Quant. Anal.* 311-336 (1992).
- Jauernig, Othmar (Hrsg.)*, Bürgerliches Gesetzbuch mit Allgemeinem Gleichbehandlungsgesetz (Auszug) – Kommentar, 12. Aufl., München 2007
- Jenkinson, Tim; Ljungqvist, Alexander*, Going Public – The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance, 2. Ed., Oxford, New York 2001
- The role of hostile stakes in German corporate governance, 7 *J. Corp. Fin.* 397-446 (2001)
- Jennings, Richard W.; Marsh, Harold Jr.; Coffee, John C. Jr.; Seligman, Joel*, Securities Regulation – Cases and Materials, 8th Ed., New York 1998
- Jensen, Michael C.*, Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, 6 *J. Fin. Econ.* 95-101 (1978)
- Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76 *AER* 323-329 (1986)
- The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, 48 *J. Fin.* 831-880 (1993)
- Agency Costs of Overvalued Equity, 34 (1) *Fin. Manage.* 5-19 (2005)
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H.*, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3 *J. Fin. Econ.* 305-360 (1976)
- Jensen, Michael C.; Ruback, Richard S.*, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, 11 *J. Fin. Econ.* 5 (1983)
- Jindra, Jan; Walkling, Ralph A.*, Speculation spreads and the market pricing of proposed acquisitions, 10 *J. Corp. Fin.* 495-526 (2004)
- Jost, Peter-J. (Hrsg.)*, Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001
- Kahan, Marcel*, Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices, 41 *Duke L. J.* 977-1044 (1992)
- Games, Lies, and Securities Fraud, 67 *N.Y.U. L. Rev.* 750-800 (1992)
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos*, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, 47 *Econometrica* 263-292 (1979)
- Kaiser, Andreas*, Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, *WM* 1997, 1557-1563
- Kallmeyer, Harald*, Pflichten des Vorstands der Aktiengesellschaft zur Unternehmensplanung, *ZGR* 1993, 104-113
- Kalss, Susanne*, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt, Wien, New York 2001
- Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, *ÖBA* 2000, 641-664
- The Liability of Banks, in: Boom et al., Pure Economic Loss, 2004, loc. cit., p. 77-92
- Kalss, Susanne; Oppitz, Martin*, Österreich, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 811-896
- Kalss, Susanne; Oppitz, Martin; Zollner, Johannes*, Kapitalmarktrecht, Band I – System, Wien 2005
- Kämmerer, Jörn Axel; Veil, Rüdiger*, Analyse von Finanzinstrumenten (§ 34b WpHG) und journalistische Selbstregulierung, *BKR* 2005, 379-387
- Kann, Jürgen van*, Das neue Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen, *DStR* 2005, 1496-1500
- Kaplow, Louis; Shavell, Steven*, Fairness versus Welfare, 114 *Harv. L. Rev.* 961-1388 (2001)

- Karampatzos, Antonios*, Vom Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zur deliktischen berufsbezogenen Vertrauenshaftung – Zugleich ein Beitrag zum Ersatz fahrlässig verursachter reiner Vermögensschäden, Baden-Baden 2005
- Karlsruher Kommentar zum Gesetz über Ordnungswidrigkeiten, hrsg. von *Lothar Senge*, 3. Aufl., München 2006
- Karollus, Martin*, Funktion und Dogmatik der Haftung aus Schutzgesetzverletzung – zugleich ein Beitrag zum Deliktssystem des ABGB und zur Haftung für casus mixtus, Wien, New York 1992
- Karrer, Götz G.*, Die Angemessenheit der Leistung im Konzern-, Übernahme- und Abschlussrecht, Baden-Baden 2003
- Kasten, Roman A.*, Das neue Kundenbild des § 31a WpHG – Umsetzungsprobleme nach MiFID & FRUG, BKR 2007, 261-267
- Kendall, M. G.*, The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices, 116 J. Royal Stat. Soc. – Series A 11-34 (1953)
- Kerber, Marcus C.*, Eigenkapitalverwandte Finanzierungsinstrumente – Zum Finanzierungspotential von Wandelschuldverschreibungen aus aktienrechtlicher Sicht, Stuttgart 2002
- Kersting, Christian*, Die Dritthaftung für Informationen im Bürgerlichen Recht, München 2007
- Keßler, Jürgen*, Anlegerschutz und Kapitalmarkteffizienz – eine ökonomische Analyse, in: Keßler, Jürgen; Micklitz, Hans-W. (Hrsg.), Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden 2004, S. 11-52
- Keusch, Sven; Wankerl, Kerstin*, Die Haftung der Aktiengesellschaft für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen im Spannungsfeld zum Gebot der Kapitalerhaltung, BKR 2003, 744-747
- Khwaja, Asim Ijaz; Mian, Atif*, Unchecked intermediaries: Price manipulation in an emerging stock market, 78 J. Fin. Econ. 203-241 (2005)
- Kießwetter, Matthias*, Die Entscheidung der Aktionäre über die Abwehr von Übernahmen – Aktienrecht und kapitalmarktrechtlicher Regelungsansatz, Baden-Baden 2008
- Kiethe, Kurt*, Prospekthaftung und grauer Kapitalmarkt, ZIP 2000, 216-224
- Persönliche Organhaftung für Falschinformation des Kapitalmarkts- Anlegerschutz durch Systembruch?, DStR 2003, 1982-1990
 - Falsche Erklärung nach § 161 AktG – Haftungsverschärfung für Vorstand und Aufsichtsrat?, NZG 2003, 559-567
 - Die Renaissance des § 826 BGB im Gesellschaftsrecht – Neuere Tendenzen in der Rechtsprechung, NZG 2005, 333-338
- Kilgus, Sabine*, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich, St. Gallen 2007
- Kilian, Thomas*, Ausgewählte Probleme des Musterverfahrens nach dem KapMuG, Baden-Baden 2007
- Kirchner, Christian*, Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels, in: Leser, FS Zentaro Kitagawa 1992, a.a.O., S. 665-682
- Kiss, Henning*, Die Haftung berufsmäßiger Sachkenner gegenüber Dritten – Zugleich eine Besprechung der Entscheidung des BGH vom 13.11.1997, WM 1999, 117-124
- Kissner, Wolfgang*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit für Ad-hoc-Mitteilungen, Hamburg 2003
- Klages, Philipp*, Zwischen institutioneller Innovation und Reproduktion – Zum Wandel des deutschen Corporate Governance-Systems in den 1990ern, Berl. J. Soziol. 2006, 37-54

- Klasen, Evelyn*, Insiderrechtliche Fragen zu aktienorientierten Vergütungsmodellen – Diskussionsstand und Lösungsansätze nach endgültiger Veröffentlichung des Emitentenleitfadens der BaFin, AG 2006, 24-32
- Klein, Martin*, Projektfinanzierung – Ertragsorientierte Kredite und Kreditsicherungspflichten (Covenants) unter deutschem Recht, Baden-Baden 2004
- Klein, William A.; Coffee, John C. Jr.*, Business Organization and Finance – Legal and Economic Principles, 10th Ed., New York 2007
- Kleindiek, Detlef*, Deliktshaftung und juristische Person – Zugleich zur Eigenhaftung von Unternehmensleitern, Tübingen 1997
- Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG: Kapitalmarktrecht – Konzernrecht – Umwandlungsrecht, ZGR 2002, 546-578
- Klick, Jonathan; Sitkoff, Robert H.*, Agency Costs, Charitable Trusts, and Corporate Control: Evidence from Hershey's Kiss-Off, 108 Colum. L. Rev. 749-838 (2008)
- Klitzing, Joachim von*, Die Ad-hoc-Publizität – Zwischen europäischer Vorgabe und nationaler Umsetzung und zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1999
- Klöhn, Lars*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance – Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006
- Problem Schadensberechnung: Neues vom US Supreme Court zur Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation – Dura Pharmaceuticals, Inc. et. al. v. Michael Broudo et. al., 125 S.Ct.1627, 2005 WL 885109 (U.S.): Hintergrund, Analyse und Bedeutung, RIW 2005, 728-735
- BGH: Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation – ComROAD IV und ComROAD V – Anmerkung, LMK 2007, 240021
- Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Gläubigern der Aktiengesellschaft im Spiegel der Vorstandspflichten – Ein Beitrag zur Leitungsaufgabe des Vorstands gemäß § 76 AktG, ZGR 2008, 110-158
- § 6: Kapitalmarktrecht, in: Langenbucher, Katja (Hrsg.), Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 2. Aufl., Baden-Baden 2008, S. 281-333
- Kluger, Brian D.; Wyatt, Steve B.*, Are Judgment Errors Reflected in Market Prices and Allocations? Experimental Evidence Based on the Monty Hall Problem, 59 J. Fin. 969-997 (2004)
- Klühs, Hannes*, Die Börsenprospekthaftung für „alte“ Stücke gemäß §44 Abs.1 S.3 BörsG, BKR 2008, 154-156
- Knöpfle, Robert*, Zur Problematik der Beurteilung einer Norm als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB, NJW 1967, 697-702
- Koch, Harald*, Sammelklagen durch eine BGB-Gesellschaft, NJW 2006, 1469-1472
- Koch, Wolfgang; Wegmann, Jürgen*, Praktikerhandbuch Börseneinführung – Ablauf des Börsengangs mittelständischer Unternehmen – mit Erfahrungsberichten vom Neuen Markt, 3. Aufl., Stuttgart 2000
- Kohl, Helmut; Kübler, Friedrich; Walz, W. Rainer; Wüstrich, Wolfgang*, Abschreibungsgesellschaften, Kapitalmarkteffizienz und Publizitätszwang – Plädoyer für ein Vermögensanlagegesetz, ZHR 138 (1974), 1-49
- Köhler, Annette G.*, Eine ökonomische Analyse von Comfort Letters, DBW 63 (2001), 77-91
- Köke, Jens*, The market for corporate control in a bank-based economy: a governance device?, 10 J. Corp. Fin. 53-80 (2004)

- Kollmann, Katharina*, Aktuelle Corporate-Governance-Diskussion in Deutschland – Deutscher Corporate-Governance-Kodex der Regierungskommission sowie Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG), WM Sonderbeil. 1/2003, S. 3-18
- Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. von *Wolfgang Zöllner*, 2. Aufl., Köln, Berlin, Bonn u.a. 1986 ff. (zit.: *Bearb.*, in: KK-AktG)
- Kölner Kommentar zum WpHG, hrsg. von *Heribert Hirte und Thomas M.J. Möllers*, Köln, Berlin, Bonn u.a. 2007 (zit.: *Bearb.*, in: KK-WpHG)
- Kölner Kommentar zum WpÜG – mit AngebVO und §§ 327a – 327f AktG, hrsg. von *Heribert Hirte und Christoph von Bülow*, Köln, Berlin, Bonn u.a. 2003 (zit.: *Bearb.*, in: KK-WpÜG)
- Köndgen, Johannes*, Selbstbindung ohne Vertrag – Zur Haftung aus geschäftsbezogenem Handeln, Tübingen 1981
- Zur Theorie der Prospekthaftung, AG 1983, 85 (Teil I); AG 1983, 120 (Teil II)
 - Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, in: Schweizer u.a., FS Jean Nicolas Druey 2002, a.a.O., S. 791-815
- Körner, Marita*, Infomatec und die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche ad hoc-Mitteilungen, NJW 2004, 3386-3388
- Kornhauser, Lewis A.*, An Economic Analysis of the Choice Between Enterprise and Personal Liability for Accidents, 70 Cal. L. Rev. 1345-1392 (1982)
- Kort, Michael*, Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG), AG 1999, 9-21
- Die Haftung der AG nach §§ 826, 31 BGB bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen, NZG 2005, 496-498
 - Anlegerschutz und Kapitalerhaltungsgrundsatz, NZG 2005, 708-710
 - Verhaltensstandardisierung durch Corporate Compliance, NZG 2008, 81-86
 - Interessenkonflikte bei Organmitgliedern der AG, ZIP 2008, 717-725
- Korth, Charlotte Maria*, Die Prospekthaftung am Grauen Kapitalmarkt nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2008
- Kötz, Hein*, Ziele des Haftungsrechts, in: Baur, Jürgen F.; Hopt, Klaus J.; Mailänder, K. Peter (Hrsg.), Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag am 13. März 1990, Berlin, New York 1990, S. 643-666
- Kötz, Hein; Wagner, Gerhard*, Deliktsrecht, 10. Aufl., München 2006
- Kowalewski, Jörn*, Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre beim Börsengang einer Tochtergesellschaft – Anlegeraktionärsschutz im Konzern zwischen Neoklassik und Behavioral Finance – eine juristische und ökonomische Analyse, Tübingen 2008
- Schweiz, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 999-1099
- Kowalewski, Jörn; Hellgardt, Alexander*, Der Stand der Rechtsprechung zur deliktsrechtlichen Haftung für vorsätzlich falsche Ad-hoc-Mitteilungen – Zugleich Besprechung des EM.TV-Urteils des BGH vom 9.5.2005 - II ZR 287/02, DB 2005, 1839-1842
- Koziol, Helmut*, Compensation for Pure Economic Loss from a Continental Lawyer's Perspective, in: Boom et al., Pure Economic Loss, 2004, loc. cit., p. 141-161
- Rechtsvergleichender Überblick und Schlussfolgerungen, in: Koziol/Doralt, Abschlussprüfer, 2004, a.a.O., S. 141-175
- Koziol, Helmut; Doralt, Walter (Hrsg.)*, Abschlussprüfer – Haftung und Versicherung, Wien, New York 2004
- Kraakman, Reinier*, Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls, 93 Yale L. J. 857-898 (1984)

- Taking Discounts Seriously – The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive, 88 Colum. L. Rev. 891-941 (1988)
- Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay, in: Ferrarini et al., Reforming Company and Takeover Law in Europe, 2004, loc. cit., p. 95-113
- Kraakman, Reinier R.; Davies, Paul; Hansmann, Henry; Hertig, Gerard; Hopt, Klaus J.; Kanda, Hideki; Rock, Edward*, The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, Oxford, New York 2004
- Krämer, Lutz*, Aktuelle Rechtsfragen des externen Ratings, in: Internes und externes Rating – Bankrechtstag 2004, Bd. 24 der Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, hrsg. von Hadding, Walther; Hopt, Klaus J.; Schimansky, Herbert, Berlin, New York 2005, S. 3-41 (zit.: *Krämer*, in: Bankrechtstag 2004)
- Krauel, Wolfgang*, Insiderhandel – Eine ökonomisch-theoretische und rechtsvergleichende Untersuchung, Baden-Baden 2000
- Krause, Hartmut*, Das neue Übernahmerecht, NJW 2002, 705-716
- Zwei Jahre Praxis mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, NJW 2004, 3681-3688
- Krause, Rüdiger*, Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz, ZGR 2002, 799-841
- Kremer, René M.*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers – Eine Untersuchung zur Notwendigkeit und Ausgestaltung einer sekundärmarktbezogenen Dritthaftung wegen unzureichender Prüfungsleistungen, Göttingen 2007
- Kreuzer, Karl*, Haftung des Geschäftsinhabers auf vertraglicher Grundlage für den Schaden, den ein seine Mutter beim Einkaufen begleitendes Kind in dem Geschäft erleidet?, JZ 1976, 778-781
- Krimphove, Dieter; Regel, Dirk M.*, Erfolgreiche Anlageberatung – Produktwissen und Aufklärungspflichten bei Aktien, Anleihen, Investmentfonds und Derivaten, Stuttgart 2002
- Krolop, Kaspar*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) – Zugleich eine Untersuchung des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes im Verhältnis zum gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz anhand der Auslegung von § 38 IV BörsG, Berlin 2005
- Kropff, Bruno*, Die Unternehmensplanung im Aufsichtsrat, NZG 1998, 613-619
- Krumm, Günter*, Die bewußt widerrechtliche Inanspruchnahme fremder Rechtspositionen – zugleich ein Beitrag zur Einordnung des § 687 Abs. 2 BGB in das zivilrechtliche Sanktionensystem, Diss. Tübingen 1993
- Krystek, Ulrich*, Corporate Governance und Vertrauen, in: Werder, Axel von; Wiedmann, Harald (Hrsg.), Internationalisierung der Rechnungslegung und Corporate Governance – Festschrift für Professor Dr. Klaus Pöhle, Stuttgart 2003, S. 291-319
- Kübler, Friedrich; Assmann, Heinz-Dieter*, Gesellschaftsrecht – Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen, 6. Aufl., Heidelberg 2006
- Kuhner, Christoph*, Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, ZGR 2004, 244-279
- Kullmann, Walburga; Sester, Peter*, Das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) – Zentrale Punkte des neuen Regimes für Wertpapieremissionen, WM 2005, 1068-1076
- Kulms, Rainer*, USA, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 1101-1153
- Kumpan, Christoph*, Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, Berlin, New York 2006

- Kumpan, Christoph; Hellgardt, Alexander*, Haftung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), DB 2006, 1714-1720
- Kümpel, Siegfried*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Köln 2004
- Kunz, Alexis H.; Pfeiffer, Thomas; Schneider, Georg*, ERIC (TM) versus EVA (TM), DBW 67 (2007), 259-277
- Kuthe, Thorsten*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883-888
- Kuthe, Thorsten; Geiser, Martina*, Die neue Corporate Governance Erklärung – Neuierung des BilMoG in § 289a HGB-RE, NZG 2008, 172-175
- Kuthe, Thorsten; Rückert, Susanne; Sickinger, Mirko*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht – Publizitäts- und Verhaltenspflichten für Aktiengesellschaften, Heidelberg 2004
- Kyle, Albert S.*, Continuous Auctions and Insider Trading, 53 *Econometrica* 1315-1335 (1985)
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei*, Corporate Ownership Around the World, 54 *J. Fin.* 471-517 (1999)
- What Works in Securities Laws?, 61 *J. Fin.* 1-32 (2006)
- Lachner, Constantin M.; v. Heppe, Rafael*, Die prospektfreie Zulassung nach § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG („10 %-Ausnahme“) in der jüngsten Praxis, WM 2008, 576-580
- Lahmann, Kai*, Insiderhandel – Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas, Berlin 1994
- Lammel, Siegbert*, Zur Auskunftshaftung, AcP 179 (1979), 337-366
- Landis, James M.*, Legislative History of the Securities Act of 1933, 28 *Geo. Wash. L. Rev.* 29-49 (1959)
- Landmann, Kai*, Die Haftung für Comfort Letters bei der Neuemission von Aktien, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2007
- Lang, Rolf*, Normzweck und Duty of Care – Eine Untersuchung über die Grenzen der Zurechnung im deutschen und anglo-amerikanischen Deliktsrecht, München 1983
- Lang, Volker*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen – rechtliche Grundlagen, typenspezifische Anforderungen, Haftung, München 2003
- Lange, Hermann*, Empfiehlt es sich, die Haftung für schuldhaft verursachte Schäden zu begrenzen? Kann für den Umfang der Schadensersatzpflicht auf die Schwere des Verschuldens und die Tragweite der verletzten Norm abgestellt werden? – Gutachten für den 43. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Dreiundvierzigsten Deutschen Juristentages München 1960, Band I 1. Teil, Tübingen 1960
- Lange, Hermann; Schiemann, Gottfried*, Schadensersatz – Handbuch des Schuldrechts in Einzeldarstellungen, hrsg. von Joachim Gernhuber, Band 1, 3. Aufl., Tübingen 2003
- Lange, Michael*, Rechtsfragen der Finanzierung eines feindlichen Übernahmeangebotes – am Beispiel der großen Publikumsgesellschaft nach US-amerikanischem und deutschem Recht, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2005
- Langenbucher, Katja*, Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung, ZIP 2005, 239-245
- Langendorf, Sebastian*, Haftungsfragen bei Anleiheemissionen – insbesondere vor dem Hintergrund des Comfort Letter, Baden-Baden 2004
- Langevoort, Donald C.*, Theories, Assumptions, and Securities Regulation – Market Efficiency Revisited, 140 *U. Pa. L. Rev.* 851-920 (1992)
- Disclosures That Bespeak Caution, 49 *Bus. Law.* 481-503 (1994)
- Capping Damages for Open-Market Securities Fraud, 38 *Ariz. L. Rev.* 639-664 (1996)

- The Reform of Joint and Several Liability Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 51 Bus. Law. 1157-1175 (1996)
- Organized Illusions – A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (And Cause Other Social Harms), 146 U. Pa. L. Rev. 101-172 (1997)
- Half-Truths: Protecting Mistaken Inferences by Investors and Others, 52 Stan. L. Rev. 87-125 (1999)
- On Leaving Corporate Executives „Naked, Homeless and without Wheels“: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate over Entity versus Individual Liability, 42 Wake Forest L. Rev. 627-661 (2007)
- Langevoort, Donald C.; Gulati, G. Mitu*, The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5, 57 Vand. L. Rev. 1639-1686 (2004)
- Larenz, Karl*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 4. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York 1979
- Lehrbuch des Schuldrechts, Erster Band Allgemeiner Teil, München 14. Aufl. 1987
- Bemerkungen zur Haftung für „culpa in contrahendo“, in: Flume, Werner; Raisch, Peter; Steindorff, Ernst (Hrsg.) Beiträge zum Zivil- und Wirtschaftsrecht – Festschrift für Kurt Ballerstedt zum 70. Geburtstag am 24. Dezember 1975, Berlin 1975, S. 397-419
- Larenz, Karl [Begr.]; Canaris, Claus-Wilhelm*, Lehrbuch des Schuldrechts, Zweiter Band Besonderer Teil, 2. Halbband, München 13. Aufl. 1994
- Laudenklos, Frank; Sester, Peter*, Mezzanine-Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital im Ratingverfahren – Eine rechtliche Gestaltungsaufgabe, WM 2004, 2417-2460
- Lee, Charles M. C.; Shleifer, Andrei; Thaler, Richard H.*, Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle, 46 J. Fin 75-109 (1991)
- Lehmann, Michael*, Die zivilrechtliche Haftung der Banken für informative Angaben im deutschen und europäischen Recht, WM 1985, 181-187
- Leipziger Kommentar zum Strafgesetzbuch, hrsg. von *Laufhütte, Heinrich Wilhelm; Rissing-van Saan, Ruth; Tiedemann, Klaus*, 12. Aufl., Berlin 2007 (teilweise auch noch 11. Aufl., hrsg. von *Jähnke, Burkhard; Laufhütte, Heinrich Wilhelm; Odersky, Walter*)
- Leisch, Franz Clemens*, Informationspflichten nach § 31 WpHG – Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts, München 2004
- Vorstandshaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – ein höchstrichterlicher Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland – Zugleich Besprechung der BGH-Urteile vom 19.7.2004 – Infomatec, ZIP 2004, 1573-1580
- Lenenbach, Markus*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln 2002
- Lenzen, Ursula*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2000
- Das neue Recht der Kursmanipulation, ZBB 2002, 279-287
- Leser, Hans G. (Hrsg.)*, Wege zum japanischen Recht – Festschrift für Zentaro Kitagawa zum 60. Geburtstag am 5. April 1992, Berlin 1992
- Leuschner, Lars*, Zum Kausalitätserfordernis des § 826 BGB bei unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen, ZIP 2008, 1050-1059
- Lettl, Tobias*, Die wettbewerbswidrige Ad hoc-Mitteilung, ZGR 2003, 853-877
- Leuering, Dieter*, Die Ad-hoc-Pflicht auf Grund der Weitergabe von Insiderinformationen (§ 15 I 3 WpHG), NZG 2005, 12-17
- Leuering, Dieter; Simon, Stefan*, Offene Fragen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung, NZG 2005, 945-950
- Der Freiverkehr als Börsensegment für kleine und mittlere Unternehmen, NJW-Spezial 2006, 27-28

- Leuz, Christian; Verrechia, Robert E.*, The Economic Consequences of Increased Disclosure, 38 J. Acc. Res. (Suppl.) 91-124 (2000)
- Lev, Baruch; de Villiers, Meiring*, Stock Price Crashes and 10b-5 Damages – A Legal, Economic, and Policy Analysis, 47 Stan. L. Rev. 7-37 (1994)
- Leyens, Patrick C.*, Information des Aufsichtsrats – Ökonomisch-funktionale Analyse und Rechtsvergleich zum englischen Board, Tübingen 2006
- Corporate Governance: Grundsatzfragen und Forschungsperspektiven, JZ 2007, 1061-1072
- Leyens, Patrick C.; Magnus, Ulrich*, England, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 417-572
- Liappis, Dimitrios*, Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse – Von den börsenrechtlichen Grundlagen zur Haftung aus unregelmäßig informierten Informationsdienstleistungen (IPO-Studie, Unternehmenspräsentation), Berlin 2003
- Liekefett, Kai Haakon*, Bietergleichbehandlung bei öffentlichen Übernahmeangeboten – Zugleich ein Beitrag zur Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses in Übernahme-situationen, AG 2005, 802-810
- Lintner, John*, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, 47 Rev. Econ. & Stat. 13-37 (1965)
- Littbarski, Sigurd*, Die Berufshaftung – eine unerschöpfliche Quelle richterlicher Rechtsfortbildung?, NJW 1984, 1667-1670
- Ljungqvist, Alexander; Nanda, Vikram; Singh, Rajdeep*, Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing, 79 J. Bus. 1667-1702 (2006).
- Logue, Dennis E.*, On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969, 8 J. Fin. & Quant. Anal. 91-103 (1973)
- Lohse, Andrea*, Unternehmerisches Ermessen – Zu den Aufgaben und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat, Tübingen 2005
- Loritz, Karl-Georg*, Haftung im Medienbereich bei vorsätzlich falscher Berichterstattung über Kapitalanlageprodukte, WM 2004, 957-966
- Lorsch, Jay W.; MacIver, Elizabeth*, Pawns or Potentates – the reality of America's corporate boards, Boston 1989
- Löslers, Thomas*, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, Berlin, New York 2003
- Loss, Louis*, The Assault on Securities Act Section 12(2), 105 Harv. L. Rev. 908-917 (1992)
- Loss, Louis; Seligman, Joel*, Securities Regulation, 3rd Ed., New York 1989 ff., teilweise auch 4th Ed. (*Loss, Louis; Seligman, Joel; Paredes, Troy*), 2006 ff.
- Fundamentals of Securities Regulation, 5th Ed., New York 2004
- Loughran, Tim; Ritter, Jay R.*, The New Issues Puzzle, 50 J. Fin. 23-51 (1995)
- Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, 33 (3) Fin. Manage. 5-37 (2004)
- Lüdenbach, Norbert; Hoffmann, Wolf-Dieter*, Haufe IAS/IFRS-Kommentar, 2. Aufl., Freiburg, Berlin, München u.a. 2004
- Lüdicke, Jochen; Arndt, Jan-Holger*, Geschlossene Fonds – Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Fragen bei Immobilien-, Film-, Schiffs-, Windenergie-, Private-Equity- und Lebensversicherungsfonds, 4. Aufl., München 2007
- Lutter, Marcus*, Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts, AcP 180 (1980), 84-159
- Unternehmensplanung und Aufsichtsrat, AG 1991, 249-255
- Zur persönlichen Haftung des Geschäftsführers aus deliktischen Schäden im Unternehmen, ZHR 157 (1993), 464-482

- Haftung und Haftungsfreiräume des GmbH-Geschäftsführers – 10 Gebote an den Geschäftsführer, GmbHR 2000, 301-312
- Kodex guter Unternehmensführung und Vertrauenshaftung, in: Schweizer u.a., FS Jean Nicolas Druey 2002, a.a.O., S. 463-478
- Haftung von Vorständen, Verwaltungs- und Aufsichtsräten, Abschlußprüfern und Aktionären, ZSR 2005 II, 415-463
- Das (feste Grund-)Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, in: Lutter, Marcus (Hrsg.), Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, Berlin 2006, S. 1-14
- Interessenkonflikte und Business Judgment Rule, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 2, S. 245-256
- Lüttmann, Ruth*, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften – Eine vergleichende Untersuchung des englischen, US-amerikanischen und deutschen Rechts, Baden-Baden 1992
- Lux, Jochen*; Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen, NJW 2003, 2966-2967
- Macey, Jonathan R.*, Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties, 21 Stetson L. Rev. 23-44 (1991)
- Macey, Jonathan R.; Miller, Geoffrey P.; Mitchell, Mark L.; Netter, Jeffry M.*, Lessons From Financial Economics – Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson, 77 Va. L. Rev. 1017-1049 (1991)
- Mahoney, Paul G.*, Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, 62 U. Chi. L. Rev. 1047-1112 (1995)
- Maier-Reimer, Georg*, Schutzgesetze – Verhaltensnormen, Sanktionen und ihr Adressat, NJW 2007, 3157-3162
- Maier-Reimer, Georg; Webering, Anabel*, Ad hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung – Die neuen Haftungsvorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, WM 2002, 1857-1864
- Maier-Reimer, Georg; Wilsing, Hans-Ulrich*, Das Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten – Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, ZGR 2006, 79-120
- Malkiel, Burton G.*, Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991, 50 J. Fin. 549-572 (1995)
- Mann, Alexander*, Corporate Governance Systeme – Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Großbritannien, Berlin 2003
- Manne, Henry G.*, Insider Trading and the Stock Market, New York 1966
- Mergers and the Market for Corporate Control, 73 J. Pol. Econ. 110-120 (1965)
- Mansel, Heinz-Peter; Budzikiewicz, Christine*, Verjährungsanpassungsgesetz – Neue Verjährungsfristen, insbesondere für die Anwaltshaftung und im Gesellschaftsrecht, NJW 2005, 321-329
- Markowitz, Harry*, Portfolio Selection, 7 J. Fin. 77-91 (1952)
- Marsch-Barner, Reinhard; Schäfer, Frank A. (Hrsg.)*, Handbuch börsennotierte AG – Aktien- und Kapitalmarktrecht, Köln 2005
- Martinek, Michael*, Repräsentantenhaftung – Die Organhaftung nach § 31 BGB als allgemeines Prinzip der Haftung von Personenverbänden für ihre Repräsentanten Ein Beitrag zum System der Verschuldenszurechnung, Berlin 1979
- Maul, Silja*, Die EU-Übernehmerichtlinie – ausgewählte Fragen, NZG 2005, 151-158
- Mayer, Barbara; Pfeiffer, Thomas; Schneider, Georg*, Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten: Einzel- versus Gesamtbewertung, DBW 65 (2005), 7-20
- Mayer, Colin*, Financial Systems and Corporate Governance: A Review of the International Evidence, 154 JITE 144-165 (1998)

- Mayer-Maly, Theo*, Das Bewußtsein der Sittenwidrigkeit, Karlsruhe 1971
- Mayshar, Joram*, On Divergence of Opinion and Imperfections in Capital Markets, 73 AER 114-128 (1983)
- Medicus, Dieter*, Verschulden bei Vertragsverhandlungen, in: Bundesminister der Justiz (Hrsg.), Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, Köln 1981, Bd. I, S. 479-550
- Zur deliktischen Eigenhaftung von Organpersonen, in: Pfister u.a., FS Werner Lorenz 1991, a.a.O., S. 155-169
 - Die interne Geschäftsverteilung und die Außenhaftung von GmbH-Geschäftsführern, GmbHR 1998, 9-16
 - Deliktische Außenhaftung der Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer, ZGR 1998, 570-585
- Medicus, Dieter; Mertens, Hans-Joachim; Nörr, Knut Wolfgang u.a. (Hrsg.)*, Festschrift für Hermann Lange zum 70. Geburtstag am 24. Januar 1992, Stuttgart, Berlin, Köln 1992
- Mehra, Rajnish; Prescott, Edward C.*, The Equity Premium: A Puzzle, 15 J. Mon. Econ. 145-161 (1985)
- Mehringer, Christoph*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, Baden-Baden 2007
- Meier, Johann Christian*, Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, St. Katharinen 1992
- Mennicke, Petra R.*, Sanktionen gegen Insiderhandel – Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des US-amerikanischen und britischen Rechts, Berlin 1996
- Menzies, Christof (Hrsg.)*, Sarbanes-Oxley Act – Professionells Management interner Kontrollen, Stuttgart 2004
- Merkner, Andreas*, Directors' Dealings – Der Anwendungsbereich von § 15a WpHG im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen, BKR 2003, 733-735
- Merkner, Andreas; Sustmann, Marco*, Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität – Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin“, NZG 2005, 729-738
- Merkt, Hanno*, Unternehmenspublizität – Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen 2001
- Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Börsenrechtliches Teilgutachten, Gutachten G für den 64. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Vierund-sechzigsten Deutschen Juristentages Berlin 2002, Band I, München 2002
 - Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate Governance, AG 2003, 126-136
 - Der Kapitalschutz in Europa – ein rocher de bronze?, ZGR 2004, 305-323
 - Creditor Protection through Mandatory Disclosure EBOR 07 (2006), 95-122
 - Das Informationsmodell im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Zfbf Sonderheft 55/2006, 24-60
- Merkt, Hanno; Binder, Jens-Hinrich*, Änderungen im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernehmerichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder, BB 2006, 1285-1292
- Merkt, Hanno; Göthel, Stefan R.*, Vorschriften und Ansätze der Quartalsberichterstattung – Vergleich USA-Deutschland, RIW 2003, 23-32

- Mertens, Hans-Joachim*, Referat, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Einundfünfzigsten Deutschen Juristentages Stuttgart 1976, Band II, München 1976, S. P 10-P 50
- Deliktsrecht und Sonderprivatrecht – Zur Rechtsfortbildung des deliktischen Schutzes von Vermögensinteressen, AcP 178 (1978), 227-262
 - Unternehmensgegenstand und Mitgesellschaftsrecht – Urteilsanmerkung zu LG Mainz vom 1.4.1977, AG 1978, 309
 - Zur Bankenhaftung wegen Gläubigerbenachteiligung, ZHR 143 (1979), 174-194
 - Zur deliktischen Eigenhaftung von Organmitgliedern und Arbeitnehmern einer juristischen Person, in: Gerkens, Jean-François; Peter, Hansjörg; Trenk-Hinterberger, Peter u.a., Mélanges Fritz Sturm offerts par ses collègues et ses amis à l'occasion de son soixante-dixième anniversaire, Liège 1999, Vol. II S. 1055-1064
- Mertens, Hans-Joachim; Mertens, Georg*, Zur deliktischen Eigenhaftung des Geschäftsführers einer GmbH bei Verletzung ihm übertragener organisatorischer Pflichten, JZ 1990, 488-490
- Mestmäcker, Ernst-Joachim*, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre – eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem Aktienrecht und dem Recht der corporations in den Vereinigten Staaten, Karlsruhe 1958
- Recht und ökonomisches Gesetz – Über Grenzen von Staat, Gesellschaft und Privatautonomie, 2. Aufl., Baden-Baden 1984
 - Das Verhältnis des Rechts der Wettbewerbsbeschränkungen zum Privatrecht, in: Mestmäcker, Recht und ökonomisches Gesetz, 1984, a.a.O., S. 369-396
 - Das Verhältnis von Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaft im Aktienrecht, in: Mestmäcker, Recht und ökonomisches Gesetz, 1984, a.a.O., S. 455-472
- Metzler, Friedrich von*, Asset-Allocation-Entscheidungen, in: Cramer, Jörg E.; Rudolph, Bernd (Hrsg.), Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung – Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements, Frankfurt am Main 1995, S. 325-336
- Meulbroek, Lisa K.*, An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, 47 J. Fin. 1661-1699 (1992)
- Meyer, André*, Haftung von Verbandsmitgliedern für Delikte anderer?, WM 2007, 2364-2369
- Meyer, Andreas*, Contra: Persönliche Außenhaftung der Vorstandsmitglieder für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, ZRP 2002, 532
- Haftung für Research Reports und Wohlverhaltensregeln für Analysten, AG 2003, 610-622
- Meyer, Oscar; Bremer, Heinz*, Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen, 4. Aufl., Berlin 1957
- Milgrom, Paul; Roberts, John*, Price and Advertising Signals of Product Quality, 94 J. Pol. Econ. 796-821 (1986)
- Miller, Edward M.*, Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, 32 J. Fin. 1151 (1977)
- Miller, Nina*, Das Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle von Kapitalmärkten – Eine vergleichende Analyse, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2003
- Mirtschink, Daniel J.*, Die Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Dritten – Eine Untersuchung zur zivilrechtlichen Haftung in Zusammenhang mit der Durchführung von gesetzlichen und freiwilligen Jahresabschlussprüfungen, Berlin 2006
- Mitchell, Mark L.; Mulherin, J. Harold*, The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, 41 J. Fin. Econ. 193-229 (1996)
- Mitchell, Mark L.; Netter, Jeffrey M.*, The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases – Applications at the Securities and Exchange Commission, 49 Bus. Law. 545-584 (1994)

- Modigliani, Franco; Miller, Merton H.*, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, 48 AER 261-297 (1958)
- Möllers, Thomas M. J.*, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, ZGR 1997, 334-367
- Verfahren, Pflichten und Haftung, insbesondere der Banken, bei Übernahmeangeboten, ZGR 2002, 664-696
 - Haftung für unrichtige Kapitalmarktinformationen – Neuere Rechtsprechung und das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, in: Horn, Norbert; Krämer, Achim (Hrsg.), Bankrecht 2002 – Tagungsband zum RWS-Forum am 14. und 15. März 2002 in Berlin, Köln 2003, S. 271-315
 - Die unterlassene Ad-hoc-Mitteilung als sittenwidrige Schädigung gem. § 826 BGB, WM 2003, 2393-2398
 - Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch – Ein Zwischenbericht zu den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten unter rechtsvergleichender Perspektive, ZBB 2003, 390-409
 - Das Verhältnis der Haftung wegen sittenwidriger Schädigung zum gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsgrundsatz – EM.TV und Comroad, BB 2005, 1637-1643
 - Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ 2005, 75-83
 - Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG, WM 2005, 1393-1400
- Möllers, Thomas M. J.; Holzner, Florian*, Die Offenlegungspflichten des Risikobegrenzungsgesetzes (§ 27 II WpHG-E) – Defizitäre Rechtsvergleichung und mangelnde Allokationseffizienz, NZG 2008, 166-172
- Möllers, Thomas M. J.; Leberherz, Axel*, Fehlerhafte Finanzanalysen – Die Konkretisierung inhaltlicher Standards, BKR 2007, 349-357
- Möllers, Thomas M. J.; Leisch, Franz C.*, Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB, WM 2001, 1648-1662
- Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG, BKR 2002, 1071-1079
 - Offene Fragen zum Anwendungsbereich der §§ 37 b und 37 c WpHG, NZG 2003, 112-116
- Möllers, Thomas M. J.; Rotter, Klaus (Hrsg.)*, Ad-hoc-Publizität – Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003
- Möllers, Thomas M. J.; Weichert, Tilman*, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NJW 2005, 2737-2741
- Monheim, Benjamin*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Verschärfte Anforderungen an die ordnungsgemäße Erfüllung und daraus resultierende Erhöhung der Haftungsrisiken, Karlsruhe 2007
- Montier, James*, Behavioral Finance – insights into irrational minds and markets, Chichester 2002
- Moorthy, Sridhar; Srinivasan, Kannan*, Signaling Quality with a Money-Back Guarantee: The Role of Transaction Costs, 14 Marketing Science 442-466 (1995)
- Mörsdorf, Oliver*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit für Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 WpHG, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2005
- Mossin, Jan*, Equilibrium in a Capital Asset Market, 34 Econometrica 768-783 (1966)
- Mossler, Patrick*, The discussion on general clause or numerus clausus during the preparation of the German Civil Code, in: Schragem Eltjo J. H. (ed.), Negligence – The Comparative Legal History of the Law of Torts, Berlin 2001, p. 361-389
- Mühl, Thomas*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen und Banken für fehlerhafte Ratings, Diss. Dresden 2007

- Mülbert, Peter O.*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt – die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, 2. Aufl., München 1996
- Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, 129-172
 - Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 104-140
 - Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, ZIP 2001, 1221-1229
 - Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Deutscher Juristentag, 4. Finanzmarktförderungsgesetz und Europa, JZ 2002, 826-837
 - Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in: Crezelius u.a., FS Volker Röhrich, 2005, a.a.O., S. 421-441
 - Minority Blocks and Takeover Premia: Comment, 162 JITE 50-52 (2006)
 - Stellungnahme zum Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vor dem Bundestag-Finanzausschuss, 14.10.2006, abrufbar unter <www.bundestag.de/ausschuesse/a07/anhoeerungen/033/Stellungnahmen/14-Prof__Muelbert.pdf>
 - Übernahmerecht im Gefolge der EU-Übernehmerichtlinie: Deutschland, in: Vermögensverwaltung – Übernahmerecht im Gefolge der EU-Übernehmerichtlinie – Bankrechtstag 2006, Bd. 27 der Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, hrsg. von Hadding, Walther; Hopt, Klaus J.; Schimansky, Herbert, Berlin, New York 2007, S. 141-185 (zit.: *Mülbert*, in: Bankrechtstag 2006)
- Mülbert, Peter O.; Birke, Max*, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, WM 2001, 705-718
- Mülbert, Peter O.; Schneider, Uwe H.*, Der außervertragliche Abfindungsanspruch im Recht der Pflichtenangebote, WM 2003, 2301-2317
- Mülbert, Peter O.; Steup, Steffen*, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel fehlerhafter Regelpublizität – das System der Kapitalmarktinformationshaftung nach AnSVG und WpPG mit Ausblick auf die Transparenzrichtlinie, WM 2005, 1633-1655
- Das zweispurige Regime der Regelpublizität nach Inkrafttreten des TUG – Nachbesserungsbedarf aus Sicht von EU- und nationalem Recht, NZG 2007, 761-770
- Müller, Welf*, Die Kapitalmarktrechnungslegung, in: Hommelhoff/Rawert u.a., FS Hans-Joachim Priester 2007, a.a.O., S. 505-521
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. von *Bruno Kropff und Johannes Semler*, 2. Aufl., München 2000 ff.
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, hrsg. von *Frank Jürgen Säcker und Roland Rixecker*, 5. Aufl., München 2006 ff., teilweise auch noch 3. Aufl. 1992 ff. hrsg. von *Kurt Rebmann und Frank Jürgen Säcker* und 4. Aufl. 2000 ff. hrsg. von *Kurt Rebmann; Frank Jürgen Säcker und Roland Rixecker*
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, hrsg. von *Karsten Schmidt*, 2. Aufl., München 2005 ff.
- Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, hrsg. von *Hans-Peter Kirchhof; Hans-Jürgen Lwowski und Rolf Stürner*, 2. Aufl., München 2007
- Muntermann, Jan; Güttler, Andre*, Intraday stock price effects of ad hoc disclosures: the German case, 17 Int. Fin. Markets, Inst. and Money 1-24 (2007)
- Musewicz, John J.*, Vicarious Employer Liability and Section 10 (b): In Defense of the Common Law, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754-811 (1982)
- Musielak, Hans-Joachim (Hrsg.)*, Kommentar zur Zivilprozessordnung mit Gerichtsverfassungsgesetz, 5. Aufl., München 2007

- Myers, Stewart C.*, Determinants of Corporate Borrowing, 5 J. Fin. Econ. 147-175 (1977)
- Myers, Stewart C.*, The Capital Structure Puzzle, 39 J. Fin. 575-592 (1984)
- Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S.*, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, 13 J. Fin. Econ. 187-221 (1984)
- Neuhaus, Stefan; Schremper, Ralf*, Langfristige Performance von Initial Public Offerings am deutschen Kapitalmarkt, ZfB 2003, 445-472
- Neumann-Cosel, Matthias Sigurd von*, Die Reichweite des Insiderverzeichnis nach § 15b WpHG, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2008
- Neus, Werner*, Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht, 3. Aufl., Tübingen 2003
- Nicklisch, Annette Christina*, Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act auf die deutsche Corporate Governance – Ein Beitrag zur Amerikanisierung des deutschen Aktienwesens, Berlin 2007
- Niensch, Michael*, Schadensersatzhaftung wegen Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BB 2005, 785-790
- Noack, Ulrich; Bunke, Caspar*, Zur Stellung gesamtschuldnerisch oder akzessorisch Mithaftender im Insolvenzverfahren, in: Prütting, Hanns; Vallender, Heinz (Hrsg.) Insolvenzrecht in Wissenschaft und Praxis – Festschrift für Wilhelm Uhlenbruck zum 70. Geburtstag, Köln 2000, S. 335-364
- Nobel, Peter*, Börsengesellschaftsrecht, in: Büren, Roland von (Hrsg.), Aktienrecht 1992 – 1997 Versuch einer Bilanz – zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 301-310
- Nölle, Jens-Uwe*, Die Eigenhaftung des GmbH-Geschäftsführers für Organisationspflichtverletzungen, Regensburg 1995
- Nomos Kommentar Strafgesetzbuch, hrsg. von *Urs Kindhäuser; Ulfried Neumann und Hans-Ullrich Paeffgen*, 2. Aufl., Baden-Baden 2005
- Notthoff, Martin*, Rechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit dem Abschluss einer Director's & Officer's-Versicherung – Effektiver Schutz von Vorständen und Aufsichtsräten gegen Haftungsrisiken, NJW 2003, 1350-1356
- Nowak, Eric*, Eignung von Sachverhalten in Ad-hoc-Mitteilungen zur erheblichen Kursbeeinflussung, ZBB 2001, 449-465
- Nowak, Eric; Rott, Roland; Mahr, Till G.*, Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? – Eine empirische Analyse der Selbstregulierung und Kapitalmarktrelevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex, ZGR 2005, 252-279
- Nußbaum, Arthur*, Kommentar zum Börsengesetz für das Deutsche Reich vom 22. Juni 1896/8. Mai 1908 – nebst einer Darstellung der Rechtsgrundsätze über den Effektenhandel zwischen Bankier und Kunden, München 1910
- o.V.*, History and Development of Qui Tam, 1972 Wash. U. L. Q. 81-115
– Equity Issuance in the Euro Area, in: ECB, Monthly Bulletin May 2006, p. 89-99
- O'Hare, Jennifer*, The Resurrection of the Dodo: The Unfortunate Re-Emergence Of the Puffery Defense In Private Securities Fraud Actions, 59 Ohio St. L. J. 1697-1740 (1998)
- Obermüller, Walter; Werner, Winfried; Winden, Kurt; Butzke, Volker*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 4. Aufl., Stuttgart 2001
- Ochs, Bernd*, Die einheitliche kapitalmarktrechtliche Prospekthaftungstheorie, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2005
- Oechsler, Jürgen*, Der RegE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Regelungsbedarf auf der Zielgeraden!, NZG 2001, 817-826

- Rechtsgeschäftliche Anwendungsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP 2003, 1330-1335
- Oehler, Andreas; Häcker, Mirko*, Kurseinfluss mittlerer und großer Transaktionen am deutschen Aktienmarkt, ZfB 2004, 461-486
- Oelke, Torsten*, Der neue Entry Standard Index der Deutschen Börse: ein Instrument zur Mittelstandsfinanzierung?, BKR 2006, 7-10
- Ogus, Anthony I.*, Regulation – Legal Form and Economic Theory, Oxford 2004
- Oser, Peter; Orth, Christian; Wader, Dominic*, Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex – Erste Ergebnisse einer empirischen Folgeuntersuchung der Entsprechenserklärungen börsennotierter Unternehmen, BB 2004, 1121-1126
- Osterloh, Falk*, Directors' Dealings – § 15a WpHG im Vergleich mit den Regelungen in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien sowie der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie unter besonderer Berücksichtigung des persönlichen Anwendungsbereichs, Berlin 2007
- Ott, Nicolas*, Der Rückzug von der Börse – Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Fragen des Delisting unter Berücksichtigung der Macrotron-Entscheidung des BGH, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2005
- Paal, Boris P.*, Die persönliche Haftung – ein wirksames Mittel zur Verbesserung der Kontrolltätigkeit des Aufsichtsrats bei kapitalmarktorientierten Unternehmen?, DStR 2005, 382-385 (Teil I); DStR 2005, 426-432 (Teil II)
- Rechtsfolgen und Rechtsbehelfe bei Inhabilität des Abschlussprüfers, DStR 2007, 1210-1216
- Pabst, Reinhart*, Prospektzwang und Prospekthaftung in den sechs Gründerstaaten der EWG und in der Schweiz, München 1972
- Paefgen, Walter G.*, Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG, Köln 2002
- Palandt, Otto (Begr.)*, Bürgerliches Gesetzbuch – mit Einführungsgesetz (Auszug), Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz (Auszug), BGB-Informationspflichten-Verordnung, Unterlassungsklagengesetz, Produkthaftungsgesetz, Erbbaurechtsverordnung, Wohnungseigentumsgesetz, Hausratsverordnung, Vormünder- und Betreuervergütungsgesetz, Lebenspartnerschaftsgesetz, Gewaltschutzgesetz (Artikel 1), 67. Aufl., München 2008
- Panaris, Panos*, Zur Abgrenzung von Insidertatsache und ad-hoc-publicitätspflichtigem Sachverhalt bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, WM 1997, 460-464
- Pannier, Matthias; Rickford, Jonathan*, Corporate Governance Disclosures in Europe, 16 EBLR 975-1002 (2005)
- Pape, Ulrich*, Theoretische Grundlagen und praktische Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung, BB 2000, 711-717
- Parisi, Francesco*, Liability for pure economic loss: revisiting the economic foundations of a legal doctrine, in: Bussani et al., Pure Economic Loss in Europe, 2003, loc. cit., p. 75-93
- Park, Tido (Hrsg.)*, Kapitalmarkt-Strafrecht – Handkommentar, Baden-Baden 2004
- Kapitalmarktstrafrecht und Anlegerschutz, NSTz 2007, 369-377
- Partnoy, Frank*, How and Why Credit Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, in: Fuchita, Yasuyuki; Litan, Robert E. (eds.), Financial Gatekeepers – Can They Protect Investors?, Washington D.C. 2006, p. 59-99
- Patell, James M.; Wolfson, Mark A.*, The Intraday Speed Of Adjustment Of Stock Prices To Earnings and Dividend Announcements, 13 J. Fin. Econ. 233-252 (1984)

- Paul, Uwe*, Haftung für unrichtige Angebotsunterlagen gemäß § 12 WpÜG, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2004
- Pavlova, Venelina*, Anlassbezogene Informationspflichten der Emittenten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Baden-Baden 2008
- Pearce, Douglas K.; Roley, V. Vance*, Stock Prices and Economic News, 58 J. Bus. 49-67 (1985)
- Pellens, Bernhard; Fülbier, Rolf Uwe; Gassen, Joachim; Sellhorn, Thorsten*, Internationale Rechnungslegung: IFRS 1 bis 8, IAS 1 bis 41, IFRIC-Interpretationen, Standardentwürfe – Mit Beispielen, Aufgaben und Fallstudie, 7. Aufl., Stuttgart 2008
- Perridon, Louis; Steiner, Manfred*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14. Aufl., München 2007
- Peters, Andreas C.*, Die Haftung und Regulierung von Ratingagenturen, Baden-Baden 2001
- Pfister, Bernhard*, Stand der Insiderdiskussion, ZGR 1981, 318-347
- Pfister, Bernhard; Will, Michael R. (Hrsg.)*, Festschrift für Werner Lorenz zum siebzigsten Geburtstag, Tübingen 1991
- Pflugradt, Michael*, Leistungsklagen zur Erzwingung rechtmäßigen Vorstandsverhaltens in der Aktiengesellschaft – Ein Beitrag zum aktienrechtlichen Organstreit und zur Aktionärsklage, München 1990
- Pfüller, Markus; Detweiler, Sabine*, Die Haftung der Banken bei öffentlichen Übernahmen nach den Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), BKR 2004, 383-389
- Pfüller, Markus; Wagner, Eike*, Vom Interessenkonflikt zum Normenkonflikt – Überregulierung der Wertpapieranalyse?, WM 2004, 253-262
- Picker, Eduard*, Positive Forderungsverletzung und culpa in contrahendo – Zur Problematik der Haftungen „zwischen“ Vertrag und Delikt, AcP 183 (1983), 369-520
- Vertragliche und deliktische Schadenshaftung – Überlegungen zu einer Neustrukturierung der Haftungssysteme, JZ 1987, 1041-1058
 - Negatorische Haftung und Geldabfindung – Ein Beitrag zur Differenzierung der bürgerlichrechtlichen Haftungssysteme, in: Medicus u.a., FS Hermann Lange 1992, a.a.O., S. 625-696
 - Gutachterhaftung – Außervertragliche Einstandspflichten als innergesetzliche Rechtsfortbildung, in: Beuthien u.a., FS Dieter Medicus 1999, a.a.O., S. 397-447
 - Der deliktische Schutz der Forderung als Beispiel für das Zusammenspiel von Rechtszuweisung und Rechtsschutz, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 1, S. 1001-1035
- Pleyer, Klemens; Hegel, Thomas*, Die Prospekthaftung bei der Publikums-KG – Detailfragen anhand der Rechtsprechung des BGH, ZIP 1985, 1370-1379
- Pluskat, Sorika*, Der Schutz des Anlegerpublikums bei Veröffentlichung unwahrer Tatsachen, FB 2002, 235-244
- Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz geänderte Regelung des Directors' Dealings vor dem Hintergrund der Richtlinie zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie, BKR 2004, 467-473
 - Die Neuregelung der Directors' Dealings in der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, DB 2005, 1097-1101
 - „Das kalte Delisting“, BKR 2007, 54-60
- Pohlmann, Petra*, Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren, ZGR 2007, 1-36
- Popper, Karl R.*, Logik der Forschung, 3. Aufl., Tübingen 1969
- Posner, Richard A.*, Economic Analysis of Law, 7th Ed., New York 2007

- A Theory of Negligence, 1 J. Legal Stud. 29-96 (1972)
- Law and the Theory of Finance: Some Intersections, 54 Geo. Wash. L. Rev. 159-173 (1986)
- Pötzsch, Thorsten; Möller, Andreas*, Das künftige Übernahmerecht – Der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zu einem Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen und der Gemeinsame Standpunkt des Rates zur europäischen Übernehmerichtlinie, WM Sonderbeil. 2/2000, S. 3-32
- Prentice, Robert A.; Langmore, John H.*, Beware of Vaporware: Product Hype and the Securities Fraud Liability of High-Tech Companies, 8 Harv. J. L. & Tech. 1-74 (1994)
- Pritchard, A. C.*, Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers, 85 Va. L. Rev. 925-1020 (1999)
- Quick, Reiner*, Die Haftung des handelsrechtlichen Abschlussprüfers, BB 1992, 1675-1685
- Rabel, Ernst*, Das Recht des Warenkaufs – Eine rechtsvergleichende Darstellung, 1. Band, Berlin und Leipzig 1936
- Rachlinski, Jeffrey J.*, A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight, 65 U. Chi. L. Rev. 571-625 (1998)
- Raiser, Thomas; Veil, Rüdiger*, Recht der Kapitalgesellschaften – Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft, 4. Aufl., München 2006
- Rappaport, Alfred*, Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren (aus dem Amerikanischen von Wolfgang Klein), 2. Aufl., Stuttgart 1999
- Rasmusen, Eric*, Games and Information – an introduction to game theory, 4th Ed., Malden/Mass. 2007
- Reichert, Jochem; Weller, Marc-Philippe*, Haftung von Kontrollorganen – Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung, ZRP 2002, 49-56
- Reichsgerichtsrätekommentar: siehe Das Bürgerliche Gesetzbuch...
- Reilly, Frank K.*, Further Evidence on Short-Run Results for New Issue Investors, 8 J. Fin. & Quant. Anal. 83-90 (1973)
- Reimann, Mathias (unter Mitarbeit von Hans-Peter Ackmann)*, Einführung in das US-amerikanische Privatrecht, 2. Aufl., München 2004
- Renzenbrink, Ulf; Holzner, Nelson*, Das Verhältnis von Kapitalerhaltung und Ad-Hoc-Haftung, BKR 2002, 434-439
- Reul, Jürgen*, Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse – Zur Kritik des aktuellen Richtlinienvorschlages der EG, in: Baum, Harald; Engel, Christoph; Remien, Oliver; Wenckstern, Manfred (Hrsg.), Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler – Kapitalmarktrecht, Schadensrecht, Privatrecht und deutsche Einheit, Stuttgart, München, Hannover u.a. 1990, S. 11-30
- Rhein, Tilman*, Der Interessenkonflikt der Manager beim Management Buy-out – Zugleich ein Beitrag zu den organschaftlichen Treuebindungen in GmbH und Aktiengesellschaft, München 1997
- Rhodes-Kropf, Matthew; Viswanathan, S.*, Market Valuation and Merger Waves, 59 J. Fin. 2685-2718 (2004)
- Richter, Jan Christoph*, Die Dritthaftung der Abschlussprüfer – Eine rechtsvergleichende Untersuchung des englischen, US-amerikanischen, kanadischen und deutschen Rechts, Baden-Baden 2007
- Richter, Frank; Schüler, Andreas; Schwetzler, Bernhard (Hrsg.)*, Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert – Festschrift für Prof. Dr. Dr. h.c. Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag, München 2003

- Richter, Rudolf; Furubotn Eirik G*, Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung, 3. Aufl., Tübingen 2003
- Rieckers, Oliver*, Haftung des Vorstands für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen de lege late und de lege ferenda, BB 2002, 1213-1221
- Riehmer, Klaus; Schröder, Oliver*, Praktische Aspekte bei der Planung, Durchführung und Abwicklung eines Übernahmeangebots – Übernahmekodex und Referentenentwurf des deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, BB 2001, Beilage 5 zu Heft 20, S. 1-16
- Rimbeck, Michael*, Rechtsfolgen fehlerhafter Ad-hoc Mitteilungen im deutschen und US-amerikanischen Recht, München 2005
- Ringe, Wolf-Georg*, Die Neuregelung des Internationalen Kapitalmarktpublizitätsrechts durch die Neufassung der Transparenzrichtlinie, AG 2007, 809-815
- Ringleb, Henrik-Michael; Kremer, Thomas; Lutter, Marcus; v. Werder, Axel*, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex Kommentar, 3. Aufl., München 2008
- Ripperger, Tanja*, Ökonomik des Vertrauens – Analyse eines Organisationsprinzips, Tübingen 1998
- Ritter, Jay R.*, The “Hot Issue” Market of 1980, 57 J. Bus. 215-240 (1984)
– The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, 46 J. Fin. 3-27 (1991)
– Behavioral Finance, 11 PBFJ 429-437 (2003)
- Ritter, Jay R.; Welch, Ivo*, A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, 58 J. Fin. 1795-1828 (2002)
- Ritter, Joachim (Hrsg.)*, Historisches Wörterbuch der Philosophie, Darmstadt 1971 ff.
- Rock, Kevin*, Why New Issues Are Underpriced, 15 J. Fin. Econ. 187-212 (1986)
- Röder, Klaus*, Die Informationswirkung von Ad hoc-Meldungen, ZfB 2000, 567-593
- Rodewald, Jörg; Siems, Mathias*, Haftung für die „frohe Botschaft“ – Rechtsfolgen falscher Ad-hoc-Mitteilungen, BB 2001, 2437-2440
- Rodewald, Jörg; Unger, Ulrike*, Corporate Compliance – Organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Haftungsfällen der Geschäftsleitung, BB 2006, 113-117
- Rodewald, Jörg; Unger, Ulrike*, Kommunikation und Krisenmanagement im Gefüge der Corporate Compliance-Organisation, BB 2007, 1629-1635
- Rogers, William V.H.; Spier, Jaap; Viney, Geneviève*, Preliminary observations, in: Spier, Jaap (Ed.), The Limits of Liability – Keeping the Floodgates Shut, The Hague, London, Boston 1996, p. 1-15
- Röhrich, Martina*, Feindliche Übernahmeangebote – Eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA, Baden-Baden 1992
- Roll, Richard*, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 59 J. Bus. 197-216 (1986)
- Roller, Horst*, Die Prospekthaftung im Englischen und im Deutschen Recht, Berlin 1991
- Romano, Roberta*, The Genius of American Corporate Law, Washington D.C. 1993
– Empowering Investors – A Market Approach to Securities Regulation, 107 Yale L. J. 2359-2430 (1998)
– The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, 114 Yale L. J. 1521-1611 (2005)
- Romerio, Flavio*, Toxische Kausalität – Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Studie, Basel 1996
- Rose, Caspar*, Stakeholder Orientation vs. Shareholder Value – A Matter of Contractual Failures, 18 Europ. J. L. & Econ. 77-97 (2004)
- Rosen, Rüdiger von*, Kapitalmarkt und Corporate Governance unter Einbeziehung der Rechnungslegung, Der Konzern 2004, 325-332

- Ross, Stephen A., The arbitrage theory of capital asset pricing, 13 J. Econ. Th. 341-360 (1976)
- Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory, in: Edwards, Franklin R. (ed.), Issues in Financial Regulation, New York, St. Louis, San Francisco u.a. 1979, p. 177-202
 - Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness, 59 J. Fin. 207-225 (2004)
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey, Corporate Finance (International Edition), 7th Ed., Boston, Burr Ridge, Dubuque u.a. 2005
- Rössner, Michael-Christian; Bolkart, Johannes, Schadensersatz bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP 2002, 1471-1477
- Roth, Gregor, Das einheitliche Recht auf Information – ein Beitrag zur Institutionenbildung, Köln, Berlin, München 2006
- Roth, Günter H.; Altmeyden, Holger, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), 5. Aufl., München 2005
- Roth, Markus, Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands – Handlungsspielräume und Haftungsrisiken insbesondere in der wirtschaftlichen Krise, München 2001
- Altersvorsorge – Eine Gesamtschau des Betriebsrentenrechts und des Rechts der individuellen Vorsorge, Habil. Hamburg 2008
- Roth, Monika, Compliance, Integrität und Regulierung – ein wirtschaftsethischer Ansatz in 10 Thesen, Zürich, Basel, Genf 2005
- Rothensfuß, Christoph, Kausalität und Nachteil, München 2003
- Rothenhöfer, Kay, Anlegerschutz durch Schriftform und Dokumentation bei Wertpapierdienstleistungen, Baden-Baden 2007
- Mitverschulden des unrichtig informierten Anlegers? – Zur Frage, ob eine Verkaufs- oder Anzeigeobliegenheit des geschädigten Anlegers besteht, WM 2003, 2032-2037
- Rothweiler, Stefan, Der Informationsfluss vom beherrschten zum herrschenden Unternehmen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2008
- Roussel, R. Gregory, Securities Fraud or Mere Puffery: Refinement of the Corporate Puffery Defense, 51 Vand. L. Rev. 1049-1092 (1998)
- Rudolph, Bernd, Ökonomische Theorie und Insiderrecht, in: Ballwieser u.a., FS Adolf Moxter 1994, a.a.O., S. 1333-1349
- Rudolph, Bernd; Röhl, Heiner, Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht, in: Hopt/Rudolph u.a., Börsenreform, 1997, a.a.O., S. 143-285
- Ruffner, Markus, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft – Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000
- Rühland, Philipp, Der übernahmerechtliche Squeeze-out im Regierungsentwurf des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes – Ökonomisch sinnvoll, aber nicht vollständig mit höherrangigem Recht vereinbar, NZG 2006, 401-407
- Rümelin, M., Die Verwendung der Kausalbegriffe in Straf- und Civilrecht, AcP 90 (1900), 171-344
- Rusch, Konrad, Gewinnhaftung bei Verletzung von Treuepflichten – Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum englischen und deutschen Recht, Tübingen 2003
- Rützel, Stefan, Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei ad-hoc-Mitteilungen, AG 2003, 69-79
- Sack, Rolf, Der subjektive Tatbestand des § 826 BGB, NJW 2006, 945-951

- Sahlman, William A.; Stevenson, Howard H.*, Capital market myopia, 1 J. Bus. Vent. 7-30 (1985)
- Sandmann, Bernd*, Die Haftung von Arbeitnehmern, Geschäftsführern und leitenden Angestellten – Zugleich ein Beitrag zu den Grundprinzipien der Haftung und Haftungsprivilegierung, Tübingen 2001
- Sandow, Jörg*, Primär- und Sekundärinsider nach dem WpHG – eine rechtsvergleichende Darstellung unter besonderer Berücksichtigung der Finanzanalysten, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2001
- Sauer, Knut*, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2004
- Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen, ZBB 2005, 24-35
- Schaefer, Franz W.; Eichner, Christian*, Abwehrmöglichkeiten des Vorstands von börsennotierten Aktiengesellschaften bei feindlichen Übernahmeversuchen – ein Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, NZG 2003, 150-155
- Schäfer, Carsten*, Externe Organhaftung bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation?, GesRZ-Sonderheft 2005, 25-35
- Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformationen des Kapitalmarkts?, NZG 2005, 985-992
- Schäfer, Carsten; Weber, Martin; Wolf, Peter*, Berechnung und Pauschalierung des Kursdifferenzschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation, ZIP 2008, 197-204
- Schäfer, Frank A. (Hrsg.)*, Wertpapierhandelsgesetz Börsengesetz mit BörsZulV Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV – Kommentar, Stuttgart, Berlin, Köln, 1999
- Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufsprospektgesetz, ZIP 1991, 1557-1565
- Stand und Entwicklungstendenzen der spezialgesetzlichen Prospekthaftung, ZGR 2006, 40-78
- Schäfer, Frank A.; Hamann, Uwe (Hrsg.)*, Kapitalmarktgesetze : Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Kommentar, 2. Aufl. Loseblatt, Stuttgart, Berlin, Köln, Stand: Juni 2007 (zit.: *Bearb.*, in: Schäfer/Hamann, KMG), teilweise auch 1. Aufl.: s. *Schäfer*, Wertpapierhandelsgesetz
- Schäfer, Hans-Bernd*, Anreizwirkungen bei der Class Action und der Verbandsklage, in: Basedow u.a., Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß, 1999, a.a.O., S. 67-100
- Die Dritthaftung des Wirtschaftsprüfers für Vermögensschäden auf Primär- und Sekundärmärkten, eine ökonomische Analyse, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, a.a.O., S. 161-185
- Schäfer, Hans-Bernd; Ott, Claus*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl., Berlin, Heidelberg 2005
- Schäfer, Henry*, Flexibilisierung des Finanzmanagements durch Medium Term Notes, DB 1999, 652-657
- Schanz, Kay-Michael*, Börseneinführung – Recht und Praxis des Börsengangs, 3. Aufl., München 2007
- Scharfstein, David*, The Disciplinary Role of Takeovers, 55 Rev. Econ. St. 185-199 (1988)
- Schelling, Thomas C.*, The Strategy of Conflict, Cambridge/Mass. 1960
- Schiemann, Gottfried*, Wandlungen der Berufshaftung, in: Lange, Hermann; Nörr, Knut Wolfgang; Westermann, Harm Peter, Festschrift für Joachim Gernhuber zum 70. Geburtstag, Tübingen 1993, S. 387-406

- Schiessl, Maximilian*, Fairness Opinions im Übernahme- und Gesellschaftsrecht – Zugleich ein Beitrag zur Organverantwortung in der AG, ZGR 2003, 814-852
- Schilder, Jörg*, Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem Wertpapierhandelsgesetz – Hintergrund und Reichweite des § 34b WpHG im Vergleich zu den US-amerikanischen Regelungen, Baden-Baden 2005
- Schill, Michael J.*, Sailing in rough water: market volatility and corporate finance, 10 J. Corp. Fin. 659-681 (2004)
- Schimansky, Herbert; Bunte, Hermann-Josef; Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.)*, Bankrechts- Handbuch, 3. Aufl., München 2007, teilweise auch 2. Aufl. 2001
- Schlechtriem, Peter*, Schadensersatzhaftung der Leitungsorgane von Kapitalgesellschaften, in: Kreuzer, Karl (Hrsg.), Die Haftung der Leitungsorgane von Kapitalgesellschaften, Baden-Baden 1991, S. 9-78
- Schlitt, Michael*, Die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des regulären Delisting – Macrotron und die Folgen, ZIP 2004, 533-541
- Schlittgen, Volker*, Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2000
- Schlößer, Daniel*, Verhaltenspflichten von Wertpapieranalysten nach der Bekanntmachung der BaFin zu § 34b WpHG, BKR 2003, 404-410
- Schmidt, Georg*, Die Prospekthaftung, Darmstadt 1911
- Schmidt, Hartmut; Prigge, Stefan; Suckel, Robert*, Erste Erfahrungen mit dem Übernahmegesetz, in: Richter, Frank u.a., FS Jochen Drukarczyk 2003, a.a.O., S. 331-359
- Schmidt, Karsten*, Kartellverfahrensrecht, Kartellverwaltungsrecht, Bürgerliches Recht – Kartellrechtspflege nach deutschem Recht gegen Wettbewerbsbeschränkungen, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1977
- Handelsrecht, 5. Aufl., Köln, Berlin, Bonn u.a. 1999
 - Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Köln, Berlin, Bonn u.a. 2002
 - Haftung und Zurechnung im Unternehmensbereich – Grundlagen im Zivil- und Versicherungsrecht, in: Klingmüller, Ernst (Hrsg.), Karlsruher Forum 1993 – Haftung und Zurechnung im Unternehmensbereich, Versicherungsrecht Sonderheft, Karlsruhe 1993, S. 4-15
 - Bankrott oder Bewährung des § 823 Abs. 2 BGB? – Gedanken aus Anlass der Neufassung von § 33 GWB, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 1, S. 1175-1190
- Schmidt, Klaus M.*, The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection, EBOR 7 (2006), 89-94
- Schmidt, Matthias*, Das Konzept einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung – Legitimation, Ableitung einer Sollvorstellung und Brauchbarkeit nationaler sowie internationaler Regelungen, Bielefeld 2000
- Schmidt, Reinhard H.; Spindler, Gerald*, Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht, in: Assmann u.a., FG Friedrich Kübler 1997, a.a.O., S. 515-555
- Schmidt, Reinhard H.; Terberger, Eva*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 1997
- Schmiedel, Burkhard*, Deliktobligationen nach deutschem Kartellrecht, Tübingen 1974
- Schmitz, Rainer*, Die Haftung des Vorstands gegenüber den Aktionären – Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem und US-amerikanischem Recht, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2004
- Schmitz, Roland*, Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa, ZStW 115 (2003), 501-538
- Schmolke, Klaus Ulrich*, Organwalterhaftung für Eigenschäden von Kapitalgesellschaften, Köln 2004

- Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz, NZG 2005, 912-919
- Schneider, Dieter*, Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 1992
- Oh, EVA, EVA, schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling, DB 2000, 2509-2514
- Schneider, Hannes*, Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten – Die Sicht des Experten, ZHR 163 (1999), 246-273
- Schneider, Sven H.*, Informationspflichten und Informationseinrichtungspflichten im Aktienkonzern – Überlegungen zu einem Unternehmensinformationsbuch, Berlin 2006
- Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897-902
- Die Weitergabe von Insiderinformationen – Zum normativen Verhältnis der verschiedenen Formen der Informationsweitergabe, NZG 2005, 702-707
- Schneider, Uwe H.*, Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei „Directors’ Dealings“ – Der sachliche Anwendungsbereich des § 15a WpHG, BB 2002, 1817-1821
- Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645-650
- Acting in Concert – ein kapitalmarktrechtlicher Zurechnungstatbestand, WM 2006, 1321-1327
- Acting in Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten? – Zugleich Besprechung der Entscheidung BGH AG 2006, 883, ZGR 2007, 440-455
- Schneider, Uwe H.; Buttlar, Julia von*, Die Führung von Insider-Verzeichnissen – Neue Compliance-Pflichten für Emittenten, ZIP 2004, 1621-1627
- Schneider, Uwe H.; Gilfrich, Stephanie Uta*, Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB 2007, 53-56
- Schnorbus, York*, Rechtsschutz im Übernahmeverfahren – Teil II, WM 2003, 657-664
- Schnorr, Randolph*, Geschäftsleiteraußenhaftung für fehlerhafte Buchführung, ZHR 170 (2006), 9-38
- Schockenhoff, Martin; Wagner, Eric*, Zum Begriff des „acting in concert“ – Das Verhältnis zwischen den §§ 2 V und 30 II WpÜG und die Auswirkungen der geplanten Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz, NZG 2008, 361-365
- Schön, Wolfgang*, Vermögensbindung und Kapitalschutz in der AG – Versuch einer Differenzierung, in: Crezelius u.a., FS Volker Röhricht, 2005, a.a.O., S. 559-570
- Zwingendes Recht oder informierte Entscheidung – zu einer (neuen) Grundlage unserer Zivilrechtsordnung, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 1, S. 1191-1211
- Schönenberger, Andreas*, Ökonomische Analyse der Notwendigkeit und Effizienz des börsengesetzlichen Haftungsregimes, Baden-Baden 2000
- Schönke, Adolf; Schröder, Horst (Begr.)*, Strafgesetzbuch – Kommentar, 27. Aufl., München 2006
- Schüppen, Matthias*, To comply or not to comply – that’s the question! – „Existenzfragen“ des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im magischen Dreieck kapitalmarkt-orientierter Unternehmensführung, ZIP 2002, 1269-1279
- Schuster, Gunnar*, Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten von Organmitgliedern am Beispiel des § 15a WpHG, ZHR 167 (2003), 193-215
- Schütz, Bernhard G.*, Pflichtangebote an Aktionäre – zwischen Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, Bielefeld 2005
- Schwark, Eberhard*, Börsengesetz – Kommentar zum Börsengesetz und zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen, 2. Aufl., München 1994, 1. Aufl., München 1976

- (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Aufl., München 2004 (zit.: *Bearb.*, in: Schwark, KMRK)
 - Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen – börsen-, bilanz- und gesellschaftsrechtliche Aspekte, ZGR 1983, 162-188
 - Prospekthaftung und Kapitalerhaltung in der AG, in: Schmidt, Karsten; Schwark, Eberhard (Hrsg.), Unternehmen, Recht und Wirtschaftsordnung – Festschrift für Peter Raisch zum 70. Geburtstag, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1995, S. 269-290
 - Haftung des Vorstandes einer AG gegenüber Aktionären für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen („Infomatec II“) – Kurzkomentar zu LG Augsburg, Urt. v. 24.09.2001 - 3 O 4995/00, EWIR 2001, 1049-1050
 - Kurs- und Marktpreismanipulation, in: Ekkenga/Hadding u.a., FS Siegfried Kümpel 2003, a.a.O., S. 485-499
 - Kapitalmarktbezogene Informationshaftung, in: Häuser u.a., FS Walther Hadding 2004, a.a.O., S. 1117-1138
- Schwartz, Gerhard*, Anlegerschutz im Freiverkehr – Überprüfung der Funktionsfähigkeit des Marktplatzes als Finanzierungsinstrument für kleinere und mittelständische Unternehmen, Baden-Baden 2008
- Schweizer, Rainer J., Burkert, Herbert, Gasser, Urs (Hrsg.)*, Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich, Basel, Genf 2002
- Schwetzer, Bernhard*, Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions – die Standards der DVFA, in: Essler, Wolfgang; Lobe, Sebastian; Röder, Klaus (Hrsg.), Fairness Opinion – Grundlagen und Anwendung, Stuttgart 2008, S. 51-71
- Schwichtenberg, Jörg*, Downgrading oder Delisting? Der Wechsel vom regulierten Markt in das Segment M-access der Börse München, AG 2005, 911-917
- Seibt, Christoph H.*, Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§ 161 AktG-E), AG 2002, 249-259
- Deutscher Corporate Governance Kodex – Antworten auf Zweifelsfragen der Praxis, AG 2003, 465-477
 - Rechtsschutz im Übernahmerecht – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt/M., Beschlüsse v. 27.5.2003, ZIP 2003, 1251 und 1297; 4.7.2003, ZIP 2003, 1392, ZIP 2003, 1865-1877
 - Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert) – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt/M., Beschluss v. 25.6.2004 - WpÜG 5, 6 und 8/03, ZIP 2004, 1309 – Pixelpark, ZIP 2004, 1829-1837
 - Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2006, 501-539
 - Regulierung und Haftung von Ratingagenturen, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts, 2007, a.a.O., S. 191-208
- Seibt, Christoph; Heiser, Kristian*, Regelungskonkurrenz zwischen neuem Übernahmerecht und Umwandlungsrecht, ZHR 165 (2001), 466-494
- Seidel, Wolfgang*, Kodex ohne Rechtsgrundlage, NZG 2004, 1095-1096
- Seitz, Jochen*, Das neue Wertpapierprospektrecht – Auswirkungen auf die Emission von Schuldverschreibungen, AG 2005, 678-689
- Seligman, Joel*, Rethinking Private Securities Litigation, 73 U. Cin. L. Rev. 95-137 (2005)
- Semler, Johannes*, Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, in: Picot, Arnold (Hrsg.), Corporate Governance – Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand, Stuttgart 1995, S. 29-87

- Semler, Johannes; Gittermann, Stephan*, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Fehlinformationen des Kapitalmarktes – Zeigt das KapInHaG den richtigen Weg?, NZG 2004, 1081-1087
- Semler, Johannes; Volhard, Rüdiger (Hrsg.)*, Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, München 1999
- Seppelfricke, Peter*, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung – Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, 2. Aufl., Stuttgart 2005
- Serfling, Klaus; Pape, Ulrich; Kressin, Thomas*, Emissionspreisfindung und Underpricing im Rahmen des Börsengangs junger Wachstumsunternehmen, AG 1999, 289-298
- Sester, Peter*, Projektfinanzierungsvereinbarungen als Gestaltungs- und Regulierungsaufgabe – Eine symbiotische Finanzierungsform für privatwirtschaftliche Projekte und Public Private Partnership, Köln 2004
- Gläubiger- und Anlegerschutz bei evidenten Fairnessverstößen über eine deliktsrechtliche Haftung der handelnden Personen – Plädoyer für eine zurückhaltende richterliche Regulierung und gegen ein Eingreifen des Gesetzgebers, ZGR 2006, 1-39
- Seyfert, Christian*, Mass Toxic Torts – Zum Problem der kausalen Unaufklärbarkeit toxischer Massenschäden. Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Studie, Berlin 2004
- Seyfried, Thorsten*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) – Neuordnung der Wohlverhaltensregeln, WM 2006, 1375-1383
- Seyhun, H. Nejat*, Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency, 16 J. Fin. Econ. 189-212 (1986)
- Sharpe, William F.*, Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, 19 J. Fin. 425-442 (1964)
- Shavell, Steven*, Economic Analysis of Accident Law, Cambridge/Mass. 1987
- Foundations of Economic Analysis of Law, Cambridge/Mass. 2004
- Shefrin, Hersh (ed.)*, Behavioral Finance, Cheltenham 2001
- A Behavioral Approach to Asset Pricing, Amsterdam, Boston, Heidelberg u.a. 2005
- Shefrin, Hersh; Statman, Meir*, The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long – Theory and Evidence, 40 J. Fin. 777-790 (1985)
- Shiller, Robert J.*, Irrational Exuberance, Princeton, Oxford 2000
- Speculative Prices and Popular Models, 4 (2) J. Econ. Persp. 55-65 (1990)
- From Efficient Market Theory to Behavioral Finance, 17 (1) J. Econ. Persp. 83-104 (2003)
- Shleifer, Andrei*, Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance, Oxford, New York 2000
- Large Shareholders and Corporate Control, 94 J. Pol. Econ. 461-488 (1986)
- Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms, 80 (2) AER 148-153 (1990)
- The Limits of Arbitrage, 52 J. Fin. 35-55 (1997)
- Stock market driven acquisitions, 70 J. Fin. Econ. 295-311 (2003)
- Siebel, Ulf R.*, Insidergeschäfte mit Anleihen, BKR 2002, 795-801
- Siebel, Ulf R.; Gebauer, Stefan*, Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Lagebericht, Zwischenbericht, Verschmelzungsbericht, Prospekt usw., WM 2001, 118-134 (Teil I); WM 2001, 173-193 (Teil II)
- Simon, Björn*, Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG, Baden-Baden 2005
- Zur Herleitung zivilrechtlicher Ansprüche aus §§ 35 und 38 WpÜG, NZG 2005, 541-544

- Singhof, Bernd; Weber, Christian*, Bestätigung der Finanzierungsmaßnahmen und Barabfindungsgewährleistung nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WM 2002, 1158-1169
- Sittmann, Jörg*, Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, 490-496
- Smith, Adam*, Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, London 1776
- Soderquist, Larry D.; Gabaldon, Theresa A.*, Securities Regulation, 6th Ed., New York 2006
- Soergel, Hans Th. (Begr.); Siebert, Wolfgang (Hrsg.)*, Bürgerliches Gesetzbuch – mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Kohlhammer-Kommentar, 13. Aufl., Stuttgart 1999 ff. (zit.: *Bearb.*, in Soergel, BGB)
- Spickhoff, Andreas*, Gesetzesverstoß und Haftung, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1998
- Spindler, Gerald*, Unternehmensorganisationspflichten – Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte, Köln, Berlin, Bonn u.a. 2001
- Neuregelung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz?, DStR 2002, 1576-1587
 - Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449-3455
 - Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes – de lege lata und de lege ferenda, WM 2004, 2089-2098
 - Das Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen – VorstOG, NZG 2005, 689-692
- Staake, Marco*, Die Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Hemmnis oder Gebot einer guten Corporate Governance?, BB 2007, 1573-1578
- Starr, Zachary Alan*, Fraud on the Market and the Substantive Theory of Class Actions, 65 St. John's L. Rev. 441-466 (1991)
- Statman, Meir*, How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?, 22 J. Fin. & Quant. Anal. 353-363 (1987)
- Staub, Hermann (Begr.); Canaris, Claus-Wilhelm; Schilling, Wolfgang; Ulmer, Peter (Hrsg.)*, Handelsgesetzbuch – Großkommentar, 4. Aufl., Berlin 1995 ff., teilweise auch 3. Aufl. 1967 ff. (zit.: *Bearb.*, in: Großkomm. HGB)
- Staub, Peter*, Corporate Governance Reporting – Eine theoretische und empirische Analyse, Zürich, Basel, Genf 2005
- Staudinger, Julius von (Begr.)*, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetzen und Nebengesetzen, 13. Bearb., Berlin 1994 ff., inkl. Eckpfeiler des Zivilrechts (2005)
- Stefani, Ulrike*, Abschlussprüfung, Unabhängigkeit und strategische Interdependenzen – Eine ökonomische Analyse institutioneller Reformen zur Steigerung der Prüfungsqualität, Stuttgart 2002
- Stehle, Richard; Ehrhardt, Olaf*, Renditen bei Börseneinführungen am deutschen Kapitalmarkt, ZfB 1999, 1395-1422
- Stein, Jeremy C.*, Efficient Capital Markets, Inefficient Firms – A Model of Myopic Corporate Behavior, 104 Q. J. Econ. 655-669 (1989)
- Stein, Ursula*, GmbH-Geschäftsführer – Goldesel für leere Sozialkassen?, DStR 1998, 1055-1063
- Steiner, Manfred; Heinke, Volker G.*, Der Informationswert von Ratings – Eine empirische Analyse am Markt für internationale DM-Anleihen, ZfB 2000, 541-565

- Steinhauer, Carsten*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität – Eine rechtsvergleichende Analyse zivilrechtlicher Haftungsansprüche von Anlegern in den USA und Deutschland, Baden-Baden 1999
- Steinmeyer, Heinz-Dietrich*, Bürgerinitiativen und Unternehmensschutz – Zur Abgrenzung des § 824 BGB von § 823 Abs. 1 BGB, JZ 1989, 781-786
- Steinmeyer, Roland; Häger, Michael*, WpÜG – Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Kommentar, 2. Aufl., Berlin 2007, teilweise auch 1. Aufl., Berlin 2002
- Stephan, Klaus-Dieter*, Prospektaktualisierung, AG 2002, 3-14
– Angebotsaktualisierung, AG 2003, 551-561
- Stewart, G. Bennett*, The Quest for Value – the EVA management guide, New York 1991
- Stigler, George J.*, Public Regulation of the Securities Markets, 37 J. Bus. 117-142 (1964)
- Stoll, Hans R.; Curley, Anthony J.*, Small Business and the New Issues Market for Equities, 5 J. Fin. & Quant. Anal. 309-322 (1970)
- Stoll, Hans*, Kausalzusammenhang und Normzweck im Deliktsrecht, Tübingen 1968
– Haftungsverlagerung durch beweisrechtliche Mittel, AcP 176 (1976), 145-196
– Tatbestände und Funktionen der Haftung für culpa in contrahendo, in: Ficker, Hans Claudius; König, Detlef; Kreuzer, Karl F. u.a. (Hrsg.), Festschrift für Ernst von Caemmerer zum 70. Geburtstag, Tübingen 1978, S. 435-474
– Vertrauensschutz bei einseitigen Leistungsversprechen, in: Jakobs, Horst Heinrich; Knobbe-Keuk, Brigitte; Picker, Eduard; Wilhelm, Jan (Hrsg.) Festschrift für Werner Flume zum 70. Geburtstag – 12. September 1978, Köln 1978, Band I, S. 741-773
- Stotz, Olaf; Nitzsch, Rüdiger von*, Warum sich Analysten überschätzen – Einfluss des Kontrollgefühls auf die Selbstüberschätzung, ZBB 2003, 106-113
- Stout, Lynn A.*, The Unimportance of Being Efficient – An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation, 87 Mich. L. Rev. 613-709 (1988)
– Share Price as a Poor Criterion for Good Corporate Law, 3 Berkeley Bus. L. J. 43-57 (2005)
- Strieder, Thomas*, Offene Punkte bei der Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Kodex, DB 2004, 1325-1328
- Struck, Christian*, Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel – Eine Untersuchung zu § 15 Wertpapierhandelsgesetz mit vergleichender Darstellung des US-Rechts, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2003
- Stürner, Rolf*, Die Wahrheitspflicht von Umweltschutzinitiativen beim Kampf gegen umweltbedrohende Technik, in: Leßmann, Herbert; Großfeld, Bernhard; Vollmer, Lothar (Hrsg.), Festschrift für Rudolf Lukes zum 65. Geburtstag, Köln, Berlin, Bonn u.a. 1989, S. 237-250
– Risikoauslagerung und Informationen in der kompetitiven Marktgesellschaft – Einige Bemerkungen zu systemimmanenten Schwächen des Informationsmodells, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 1, S. 1489-1501
– Duties of Disclosure and Burden of Proof in the Private Enforcement of European Competition Law, in: Basedow, Jürgen (ed.), Private Enforcement of EC Competition Law, Alphen aan den Rijn 2007, p.163-192
- Sudmeyer, Jan; Rückert, Susanne; Kuthe, Thorsten*, Entry Standard – Das neue Börsensegment für den Mittelstand, BB 2005, 2703-2706
- Sykes, Alan O.*, An Efficiency Analysis of Vicarious Liability Under the Law of Agency, 91 Yale L. J. 168-206 (1981)
– The Economics of Vicarious Liability, 93 Yale L. J. 1231-1280 (1984)

- Teichmann, Christoph*, Kapitalmarktrechtliche Haftung des Emittenten und seiner Organe, in: Bachmann u.a., Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts, 2007, a.a.O., S. 149-165
- Teoh, Siew Hong; Welch, Ivo; Wong, T.J.*, Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, 53 J. Fin. 1935-1974 (1998)
- Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, 50 J. Fin. Econ. 63-99 (1998)
- Tett, Richard; Westphal, Lars*, Schieder Möbel: a bit of a rollercoaster ride, 22 JIBFL 479-481 (2007)
- Thaeter, Ralf; Brandi, Tim Oliver*, Öffentliche Übernahmen – Recht und Praxis der Übernahme börsennotierter Unternehmen, München 2003
- Thaler, Richard H.; Tversky, Amos; Kahneman, Daniel; Schwartz, Alan*, The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking – An Experimental Test, 112 Q. J. Econ. 647-661 (1997)
- Theile, Fritz*, Die Haftung des Emissionshauses, namentlich für Unrichtigkeiten im Prospekt, Elberfeld 1914
- Thiele, Wolfram*, Die zivilrechtliche Einordnung des Rating im deutschen Recht, Aachen 2005
- Thompson, Robert B.*, “Simplicity and Certainty” in the Measure of Recovery Under Rule 10B-5, 51 Bus. Law. 1177-1201 (1996)
- Thümmel, Roderich C.*, Haftung für geschönte Ad-hoc-Meldungen: Neues Risikofeld für Vorstände oder ergebnisorientierte Einzelfallrechtsprechung? – Zugleich Besprechung des Urteils des LG Augsburg vom 24.9.2001 - 3 O 4995/00 Infomatec, DB 2001, 2331-2334
- Thurrow, Lester C.*, Let’s Put Capitalists Back into Capitalism, 30 (1) Sloan Manage. Rev. 67-71 (1988)
- Tirole, Jean*, Theory of Corporate Finance, Princeton, Oxford 2006
- Incomplete Contracts: Where Do We Stand?, 67 Econometrica 741-781 (1999)
- Corporate Governance, 69 Econometrica 1-35 (2001)
- Tobin, J.*, Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, 25 Rev. Econ. St. 65-86 (1958)
- Tollkühn, Oliver*, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215-2220
- Trüstedt, Anna*, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2004
- Uhlenbruck, Wilhelm (Hrsg.)*, Insolvenzordnung – Kommentar, 12. Aufl., München 2003
- Ulmer, Peter*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex: ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, ZHR 166 (2002), 150-181
- Strikte aktienrechtliche Organhaftung und D&O-Versicherung – zwei getrennte Welten?, in: Heldrich u.a., FS Claus-Wilhelm Canaris 2007, a.a.O., Bd. 2, S. 451-472
- Unzicker, Ferdinand*, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen – Aktuelle Bestandsaufnahme drei Jahre nach „Infomatec“, WM 2007, 1596-1602
- Van Horne, James C.; Wachowicz, John M. Jr.*, Fundamentals of Financial Management, 12th Ed., Harlow 2005
- Vaughan, Diane*, Toward Understanding Unlawful Organizational Behavior, 80 Mich. L. Rev. 1377-1402 (1982)
- Vaupel, Christoph F.*, Die Haftung der Banken für die Richtigkeit der Angebotsunterlage bei Umtauschangeboten nach dem WpÜG, WM 2002, 1170-1176
- Veil, Rüdiger*, Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 365-402

- Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Information des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapInHaG, BKR 2005, 91-98
 - Gewinnabschöpfung im Kapitalmarktrecht, ZGR 2005, 155-199
 - Prognosen im Kapitalmarktrecht, AG 2006, 690-698
 - Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht, ZBB 2006, 162-171
 - Weitergabe von Informationen durch den Aufsichtsrat an Aktionäre und Dritte – ein Lehrstück zum Verhältnis zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 172 (2008), 239-273
- Veith, Alexander*, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, 254-259
- Verrecchia, Robert E.*, Consensus Beliefs, Information Acquisition, and Market Information Efficiency, 70 AER 874-884 (1980)
- Verse, Dirk A.*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, Tübingen 2006
- Organwalterhaftung und Gesetzesverstoß – Überlegungen zur Außenhaftung der Organwalter bei Verletzung von Schutzgesetzen (§ 823 Abs. 2 BGB), ZHR 170 (2006), 398-421
- Vetter, Eberhard*, Rechtsprobleme des externen Ratings, WM 2004, 1701-1712
- Viscusi, W. Kip.*, Overview, in: Viscusi, W. Kip. (ed.), Regulation through Litigation, Washington D.C. 2002, p. 1-21
- Vogel, Hans-Gert*, Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG, ZIP 2002, 1421-1430
- Vogel, Joachim*, Kurspflege: Zulässige Kurs- und Marktpreisstabilisierung oder Straf- bzw. ahndbare Kurs- und Marktpreismanipulation?, WM 2003, 2437-2445
- Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation – Besprechung von BGH, Urteil vom 6.11.2003 - 1 StR 24/03, NStZ 2004, 252-256
- Vogler, Heiko*, Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für fehlerhafte Aktienanalysen, Baden-Baden 2005
- Voigt, Hans-Christoph*, Haftung aus Einfluss auf die Aktiengesellschaft (§§ 117, 309, 317 AktG), München 2004
- Vokuhl, Nikolai*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft, Baden-Baden 2007
- Völkl, Clemens*, Corporate Governance Enforcement – mit einem Beitrag zur allgemeinen zivilrechtlichen Informationshaftung, Wien 2004
- Vollkommer, Gregor*, Neue Wege zum Recht bei kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten – Erste Erfahrungen mit dem Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren, NJW 2007, 3094-3098
- Vortmann, Jürgen (Hrsg.)*, Prospekthaftung und Anlageberatung – Handbuch, Stuttgart, Berlin, Köln 2000
- Vorwerk, Volkert; Wolf, Christian (Hrsg.)*, Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) – Kommentar, München 2007
- Wackerbarth, Ulrich*, Investorvertrauen und Corporate Governance, ZGR 2005, 686-725
- Wagner, Franz W.*, Shareholder Value : Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, BFuP 49 (1997), 473-498
- Wagner, Gerhard*, Neue Perspektiven im Schadensersatzrecht – Kommerzialisierung, Strafschadensersatz, Kollektivschaden – Gutachten A für den 66. Deutschen Juristentag, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Sechshundsechzigsten Deutschen Juristentages Stuttgart 2006, Band I, München 2006

- Persönliche Haftung der Unternehmensleitung: die zweite Spur der Produkthaftung?, *VersR* 2001, 1057-1063
- Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, in: Zimmermann, Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, 2003, a.a.O., S. 189-340
- Prävention und Verhaltenssteuerung durch Privatrecht – Anmaßung oder legitime Aufgabe?, *AcP* 206 (2006), 352-476
- Lügen im Vertragsrecht, in: Zimmermann, Reinhard (Hrsg.), Störungen der Willensbildung bei Vertragsschluss, Tübingen 2007, S. 59-102
- Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht, erscheint in *ZGR* 2008 (der Verfasser dankt *Gerhard Wagner* für die Erlaubnis, das Manuskript zitieren zu dürfen)
- Wagner, Jens*, Zur Rechtsstellung Dritter nach dem WpÜG, *NZG* 2003, 718-719
- Walkling, Ralph A.; Edmister, Robert O.*, Determinants of Tender Offer Premiums, 41 *Fin. Anal. J.* 27-37 (1985)
- Wank, Rolf; Hirte, Heribert; Frey, Kaspar; Fleischer, Holger; Thüsing, Gregor (Hrsg.)*, Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München 2002
- Waschkeit, Indre*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt – Ein Beitrag zur Neuregelung des Verbots der Marktmanipulation unter Berücksichtigung amerikanischer Erfahrungen und europäischer Vorgaben, Baden-Baden 2007
- Wastl, Ulrich*, Directors' Dealings und aktienrechtliche Treuepflicht – Ein exemplarischer Beitrag zur Bedeutung der aktienrechtlichen Treuepflichten im Kapitalmarktsektor, *NZG* 2005, 17-23
- Weber, Martin*, Vormitgliedschaftliche Treubindungen – Begründung, Reichweite und Vorauswirkung gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten, München 1999
- Weber, Max*, Die Ergebnisse der deutschen Börsenquote, *ZHR* 45 (1896), 69-156
- Weber, Max*, Formen und Ausgestaltungsmöglichkeiten von Stock Options in der internationalen Praxis, in: Achleitner, Ann-Kristin; Wollmert, Peter (Hrsg.), Stock Options – Finanzwirtschaft, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart 2002, S. 25-44
- Weber, Moritz*, Die Haftung des Analysten für fehlerhafte Wertpapieranalysen, *Lohmar* 2006
- Weber, Stefan*, Kapitalmarktrecht – Eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Wien, New York 1999
- Weber, Ulf Andreas*, Das neue deutsche Insiderrecht, *BB* 1995, 157-166
- Weishaupt, Hagen*, Schadensersatzansprüche der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft im Falle einer fehlerhaften Stellungnahme nach § 27 WpÜG, Hamburg 2007
- Weiss, Heinz-Jürgen; Heiden, Matthias*, Shareholder und Bondholder: Zwei Welten oder Partner?, *BB* 2000, 35-39
- Weiß, Daniel*, Der wertpapierhandelsrechtliche und übernahmerechtliche Zurechnungstatbestand des acting in concert, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u.a. 2007
- Weitnauer, Wolfgang*, Haftung für die Außendarstellung des Unternehmens, *DB* 2003, 1719-1725
- Welch, Ivo*, Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, 44 *J. Fin.* 421-449 (1989)
- Wellhöfer, Werner; Peltzer, Martin; Müller, Welf*, Die Haftung von Vorstand Aufsichtsrat Wirtschaftsprüfer – mit GmbH-Geschäftsführer, München 2008
- Wenzel, Karl Egbert*, Empfiehlt es sich, § 824 Abs. 1 BGB in Anlehnung an den heutigen Stand der Rechtsprechung zum Eingriff in den Gewerbebetrieb und zum Persönlichkeitsrecht neu zu fassen?, *GRUR* 1970, 278-288
- Werder, Axel von*, Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, *ZGR* 1998, 69-91

- Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, DB 2002, 801-810
- Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Hommelhoff/Hopt u.a., Handbuch Corporate Governance, 2003, a.a.O., S. 3-27
- Westermann, Harm Peter; Mutter, Stefan*, Die Verantwortlichkeit von Geschäftsführern einer GmbH gegenüber Dritten – Eine Bestandsaufnahme nach der Neuordnung durch die Rechtsprechung, DZWIR 1995, 184-192
- Westrick, Peter*, Abschlußprüfung und Abschlußprüfer nach geltendem und zukünftigem Aktienrecht, Heidelberg 1963
- Widder, Stefan; Bedkowski, Dorothea*, Ad-hoc-Publizität im Vorfeld öffentlicher Übernahmen – Kritische Überlegungen zu § 15 WpHG im übernahmerechtlichen Kontext, BKR 2007, 405-409
- Wiedemann, Herbert*, Gesellschaftsrecht – Ein Lehrbuch des Unternehmens- und Verbandsrechts, Band I: Grundlagen, München 1980
- Organverantwortung und Gesellschafterklagen in der Aktiengesellschaft, Düsseldorf, Opladen 1989
- Zum gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz in Publikums-Personengesellschaften, in: Hommelhoff/Rawert u.a., FS Hans-Joachim Priester 2007, a.a.O., S. 857-865
- Wiedemann, Herbert; Schmitz, Erich*, Kapitalanlegerschutz bei unrichtiger oder unvollständiger Information – Besprechung der Entscheidungen BGHZ 71, 284 und BGHZ 72, 382, ZGR 1980, 129-145
- Wiegand, Wolfgang*, Ad-hoc-Publizität und Schadensersatz, in: Margelisch, Claude-Alain; Winzeler, Christoph (Hrsg.), Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht – Festgabe für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998, S. 143-169
- Wiegel, Volker*, Die Prospektrichtlinie und Prospektverordnung – eine dogmatische, ökonomische und rechtsvergleichende Analyse, Berlin 2008
- Wild, Eva-Maria*, Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz, Köln, München 2007
- Wilhelm, William J.*, Bookbuidling, Auctions, and the Future of the IPO Process, 17 J. Appl. Corp. Fin. 2-13 (2005)
- Williamson, Oliver E.*, The Economic Institutions of Capitalism – Firms, Markets, Relational Contracting, New York, London 1985
- Corporate Finance and Corporate Governance, 43 J. Fin. 567-591 (1988)
- Wilsing, Hans-Ulrich; Goslar, Sebastian*, Der Regierungsentwurf des Risikobegrenzungsgesetzes – ein Überblick, DB 2007, 2467-2472
- Windthorst, Jan Erik*, Schadenersatz wegen fahrlässiger Falschaussage? – Zur Haftung von Zeugen für primäre Vermögensschäden nach Erlass des § 839a BGB, VersR 2005, 1634-1641
- Winter, Martin; Harbarth, Stephan*, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, ZIP 2002, 1-18
- Corporate Governance und Unternehmensübernahmen: Anforderungen an das Verhalten von Vorstand und Aufsichtsrat des Bieters und der Zielgesellschaft, in: Hommelhoff/Hopt u.a., Handbuch Corporate Governance, 2003, a.a.O., S. 475-512
- Witt, Carl-Heinz*, Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ – unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes, NZG 2000, 809-819
- Witt, Peter*, Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, Wiesbaden 2003
- Witte, Jürgen; Hrubesch, Boris*, Rechtsschutzmöglichkeiten beim Unternehmens-Rating, ZIP 2004, 1346-1354

- Wittkowski, Bernd*, Die Entwicklung am Kapitalmarkt, insbesondere am Neuen Markt, ZHR 167 (2003), 130-138
- Wöhe, Günter*, Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 21. Aufl., München 2002
- Wölber, Jill*, Die Abschlussprüferhaftung im Europäischen Binnenmarkt, Baden-Baden 2005
- Wolf, Joseph Georg*, Der Normzweck im Deliktsrecht – Ein Diskussionsbeitrag, Göttingen 1962
- Wolf, Klaus*, Corporate Compliance – ein neues Schlagwort? Ansatzpunkte zur Umsetzung der Compliance in der Finanzberichterstattung, DStR 2006, 1995-2000
- Woodruff, Catherine S.; Senchack, A.J. Jr.*, Intradaily Price-Volume Adjustments of NYSE Stocks to Unexpected Earnings, 43 J. Fin. 467-491 (1988)
- Wurl, Hans-Jürgen; Ries, Andreas*, Inhaltliche und formale Gestaltung der externen Kommunikation junger Wachstumsunternehmen – Probleme und Lösungsansätze, DB 2004, 2169-2173
- Yablon, Charles M.; Hill, Jennifer*, Timing Corporate Disclosure to Maximize Performance-based Remuneration: A Case of Misaligned Incentives?, 35 Wake Forest L. Rev. 82-122 (2000)
- Ziegler, Ole*, Die Prospekthaftung am nicht-organisierten Kapitalmarkt im Spannungsverhältnis zu personengesellschaftsrechtlichen Grundsätzen, DStR 2005, 30-34
- Gewährleistungsrechtliche Haftung für öffentliche Äußerungen am organisierten Kapitalmarkt, DStR 2005, 873-878
 - Die Rechtsfolgen der §§ 13, 13a VerkProspG n.F. und der Kapitalerhaltungsgrundsatz, NZG 2005, 301-304
- Zimmer, Daniel*, Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation: Ein Alternativkonzept, WM 2004, 9-21
- Zimmer, Daniel; Binder, Christian*, Prospekthaftung von Experten? – Kritik eines Gesetzentwurfs, WM 2005, 577-583
- Zimmer, Daniel; Cloppenburg, Matthias*, Haftung für falsche Information des Sekundärmarktes auch bei Kapitalanlagen des nicht geregelten Kapitalmarktes? – Ein Beitrag zur Systembildung im Kapitalmarktrecht, ZHR 171 (2007), 519-553
- Zimmermann, Reinhard*, The Law of Obligations – Roman Foundations of the Civilian Tradition, Cape Town 1990 (reprinted 2006)
- (Hrsg.), Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, Baden-Baden 2003
 - Wege zu einem europäischen Haftungsrecht, in: Zimmermann, Grundstrukturen des Europäischen Deliktsrechts, 2003, a.a.O., S. 19-30
- Zimmermann, Reinhard; Verse, Dirk A.*, Die Reaktion des Reichgerichts auf die Kodifizierung des deutschen Deliktsrechts (1900-1914), in: Falk, Ulrich; Mohnhaupt, Heinz (Hrsg.), Das Bürgerliche Gesetzbuch und seine Richter – Zur Reaktion der Rechtsprechung auf die Kodifikation des deutschen Privatrechts (1896-1914), Frankfurt am Main 2000, S. 319-341
- Ziouvas, Dimitris*, Das neue Kapitalmarktstrafrecht – Europäisierung und Legitimation, Köln, Berlin, Bonn u.a. 2005
- Das neue Recht gegen Kurs- und Marktpreismanipulation im 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZGR 2003, 113-146
- Zöllner, Wolfgang*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, München, Berlin 1963
- Die sogenannten Gesellschafterklagen im Kapitalgesellschaftsrecht, ZGR 1988, 392-440

- Aktienrechtsreform in Permanenz – Was wird aus den Rechten des Aktionärs?, AG 1994, 336-342
- Zschocke, Christian O.; Berresheim, Daniel S.*, Schadensersatzhaftung des Bieters wegen unterlassener Angebotsunterbreitung im Übernahmerecht, BKR 2004, 301-308
- Zugehör, Horst*, Berufliche „Dritthaftung“ – insbesondere der Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Notare – in der deutschen Rechtsprechung, NJW 2000, 1601-1609
- Zweigert, Konrad; Kötz, Hein*, Einführung in die Rechtsvergleichung – auf dem Gebiete des Privatrechts, 3. Aufl., Tübingen 1996

Sachverzeichnis

- 10 %-Kapitalerhöhung 247
- 3. Finanzmarktförderungsgesetz 11,
14 f., 349, 353, 359, 422, 424 f., 488,
494
- 4. Finanzmarktförderungsgesetz 29 f.,
75 f., 288, 305, 353, 429, 537
- Abschlussprüfer s.a. Wirtschaftsprüfer,
300 ff., 443
 - Bestätigungsvermerk 296, 300, 302
 - Prospekthaftung 300 ff.
 - Sekundärmarkthaftung 303 f.
 - Sorgfaltspflichten 305
 - Sperrwirkung von § 323 HGB 301,
303
- Acting in concert s. Pflichtangebot
- Ad-hoc-Publizität 27 ff., 247 f., 255 ff.
 - § 15 Abs. 6 WpHG 28, 32, 33, 35 f.,
49 f., 64, 68, 267, 291, 429, 551
 - §§ 37b, 37c WpHG 27 ff., 258 ff.
 - Befreiung 262 f., 274, 387, 481
 - bei Überbewertung der Aktie 263 ff.,
481 ff.
 - Bekanntwerden des Umstands
356 ff.
 - besondere Veröffentlichungspflichten
256, 267 f., 274 f.
 - deliktsrechtliche Einordnung 33 ff.,
35 f.
 - Eintrittswahrscheinlichkeit 259 ff.
 - Entwicklung 27 ff.
 - falsche Meldung 265 f.
 - Gerüchte 263 f., 357 f., 392, 529
 - Haftung 257 ff.
 - Korrekturmeldung 357 f.
 - Kursbeeinflussung 261 f., 275 f.
 - Primärmarkt 247 f.
 - Rechtsdogmatische Einordnung
32 ff.
 - Sorgfaltspflichten 476 ff., 480 f.
 - Umstand 259 ff.
 - und Insiderrecht 30, 255 f., 259 ff.,
321
 - unterlassene Meldung 258 ff., 351 f.,
476 ff.
 - US-Recht 98 ff.
 - Veröffentlichungszeitpunkt 258 f.,
351 f.
 - Verschulden 459, 466 f.
 - vertragsrechtliche Erklärung 32,
34 f.
 - Vertraulichkeit 262
 - Weiterveräußerung 360 ff.
- Aktienbewertung
 - Dividendenmodell 112
 - Kursbildung s.a. Börsenkurs,
Informationseffizienz, 159, 521 ff.
 - Pflicht zur 482 f.
 - Veröffentlichungspflicht 483
- Aktienoptionsprogramm
 - Directors' Dealings 289
 - Insiderhandel 322, 440
 - virtuelle 290, 322, 440
- Aktionäre, aktive 160, 163 f., 267
- Akzessorische Gesellschafterhaftung
400 f.
- Allokationseffizienz s. Effizienz
- Angebotsunterlage s.a.
Übernahmerecht,
Übernahmerechtliche Haftung, 37 f.,
269 ff.
 - Absichten des Bieters 271, 273
 - Berichtigung 358 f.
 - Empfängerhorizont 270 ff.
 - fehlerhafte 272 f.
 - Haftung 39 f., 41 f., 272 ff.
 - Inhalt 270 f.
 - Nachtrag 280 f.
- Anlageberater s. Intermediär
- Anlagestimmung s. Kausalität
- Anlagevermittler s. Intermediär

- Anleger
 - Begriff 108, 167 f.
 - Institutionelle 108, 167 f., 169
 - Pflichten s. Beteiligungspublizität
 - Privatanleger 108, 167 f., 169 ff., 472
 - professionelle Kunden 168
 - qualifizierte 168, 203, 472
 - Verbraucher 170 f.
- Anlegerschutz 166 ff., 224
 - Anlageentscheidung 168 ff., 171, 175 f., 343 f.
 - Publikum 172 ff., 179, 238
 - Schutzbedürfnisse 168 ff.
 - Übernahmerecht 190 ff.
 - Verhältnis zum Funktionenschutz 177 ff., 194 ff., 197 f.
 - Vermögensschutz 168 f., 171, 174 ff.
 - Zielkonflikte 195 ff.
- Anlegerschutzverbesserungsgesetz 13, 17, 20, 26 f., 31, 33, 35, 238, 239, 318, 319, 355, 427, 464, 537
- Arbitrage 125 f., 132 f.
- Arbitrage Pricing Theory 123
- Aufsichtsrecht 177 ff., 547 f.
- Basisprospekt 244 f., 354
- Behavioral Finance s.a. Arbitrage, Funktionenschutz, 113 f., 130 ff.
 - Hot Market 114, 184, 263 ff., 509 f., 523, 526, 528 f., 532, 545
 - Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte 131 f., 139, 151, 163, 185, 314
 - Marktanomalien 130 f., 139 f., 184 ff., 189, 508 ff., 526 f., 545, 553
 - Prospect Theory 131 f.
 - Rechtliche Reaktionsmöglichkeiten 185 f., 195 ff., 263 ff.
 - Rückwirkungen auf Investitionsverhalten 138 ff., 160 f.
 - Timing the Market 116 f.
- Beratungspflichten 296, 316 f.
- Beteiligungspublizität 266 ff., 293 ff.
 - fehlerhafte 268
 - Haftung 267 f., 295
 - Pflichten der Anleger 293 ff.
 - Pflichten des Emittenten 266
- Betrug 71 ff.
 - Bereicherungsabsicht 72 f.
- Beweis 539 ff.
 - Absichten des Bieters 273, 540
 - bei Rückabwicklung 544 f.
 - Beweislast 539
 - haftungsausfüllende Kausalität 542 ff.
 - haftungsbegründende Kausalität 541 f.
 - Pflichtverletzung 540
 - Schadenshöhe 542 ff.
 - Verschulden 480 f., 491, 540
- Bieter 442 f.
- Bilanzzeit 89, 249, 252
- Bilanzrecht 77 f., 159, 248 ff., 251 f., 287, 300 f., 305, 389, 402 ff.
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz 250, 478
- Bookbuilding 110, 350, 355, 494, 522, 524
- Börsenkurs 151, 157 ff., 160, 185, 223, 233, 264 f., 276, 283 f., 385, 389, 390, 482 f., 485, 529, 530
- Börsenordnung 185, 233, 249, 250
- Börsenspekulation, Verbot der 77
- Broker s. Intermediär
- Cap s. Schaden
- Capital Asset Pricing Theory 122 f.
 - als Entscheidungskriterium 136 ff., 149, 158
- Comfort Letter 298 f.
- Compliance 410, 463, 470, 476 ff.
 - Inhaltliche Anforderungen 479 f.
 - Pflicht zur 477 ff.
- Corporate Governance Kodex 249, 250, 478
 - Aktualisierungspflicht 254 f.
 - Entsprechenserklärung 250, 254 f., 287
- Corporate Governance 143 ff., 186 ff., 201 f., 233
 - Exit und Voice 151 f.
 - Funktionenschutz 186 ff.
 - intern und extern 152 f., 154 f.
 - Konvergenz der Systeme 153 f.
 - Markt für Unternehmenskontrolle s. ebd.
 - Nexus of Contracts 145
 - Path Dependence 153 f.
 - Primärmarkt 155 ff., 376 ff.
 - Principal-Agent-Konflikt 114, 144, 151 f., 202
 - Sekundärmarkt 157 ff., 383 ff.

- Separation of Ownership and Control 144
- Zielkonflikt 146
- Zweckmäßigkeitkontrolle 159 f., 186, 223 f, 338 f., 435 f., 439 f.
- D&O-Versicherung s. Versicherung
- Deliktsrecht
 - *Baustoff*-Entscheidung 413 f.
 - Begriff 3 ff.
 - europäisches 7
 - *Kirch/Breuer*-Entscheidung 414 f.
 - persönliche Haftung 412 ff.
 - Rechtfertigung 199 ff., 202 f.
 - und Spezialtatbestände 221 ff., 232 ff., 460 f.
 - unternehmensbezogene Pflichten 397 f., 414 f., 432, 439
 - Verkehrspflichten s.a. Sorgfaltspflichten, 396 ff., 413 ff., 474
 - Zurechnung 395 ff., 412 f., 420 ff., 474 f., 486 ff.
- Delisting 235
- Derivative Finanzinstrumente 109, 244, 363 f.
- Directors' Dealings 256, 288 ff.
 - Aktienoptionsprogramme 289
 - Annahmeabsicht 292
 - fehlerhafte Meldung 291
 - Gewinnabschöpfung 291 f.
 - Inhalt 288
 - und Insiderhandel 289, 290, 321
 - US-Recht 288, 290
- Diversifikation 121 f., 142 f., 149 f.
- Dividendenmodell s. Aktienbewertung
- Effizienz s.a. Behavioral Finance, Informationseffizienz
 - Allokative 112, 183 f.
 - Institutionelle 181 f., 184, 317
 - Operationale 182 f.
- Einlagenrückgewähr s. Kapitalerhaltung
- Einpreisung s. Informationseffizienz
- Emissionsbank 298, 443
 - Prospekthaftung 298, 299, 422 f., 426, 486 ff.
 - Überprüfungspflichten 448 f.
 - Wissenszurechnung 486 ff.
- endgültige Bedingungen s.a. Basisprospekt, 244 f., 354
- Entsprechenserklärung s. Corporate Governance Kodex
- Ereignisstudie 128 f., 542 ff.
- Erwerb eigener Aktien 267, 405, 406
- Europarecht 5 ff., 222, 226 f.
 - Börsenzulassungsrichtlinie 5
 - Deliktsrecht 7
 - Financial Services Action Plan 6
 - Finanzmarktrichtlinie 5
 - Insiderrichtlinie 318, 320 f.
 - Kapitalrichtlinie 404, 405, 503
 - Lamfalussy-Verfahren 6
 - Marktmissbrauchs-Durchführungsverordnung 320, 329
 - Marktmissbrauchsrichtlinie 5, 318
 - OGAW-Richtlinie 5 f.
 - Prospektrichtlinie 5 f., 226 f., 425 f.
 - Prospektverordnung 201, 232, 301
 - Transparenzrichtlinie 5 f., 227, 253
 - Übernahmerichtlinie 5 ff., 249
 - Verantwortlichkeit der Direktoren 561
- Event Study s. Ereignisstudie
- Fairness Opinion 284, 489 ff.
 - Begriff 489 f.
- Fehlerhafte Veröffentlichung 245 f., 253 ff., 265 f., 268, 272 f., 276 f., 278 f., 279, 286, 291, 309 f.
 - Beweis 540
- Finanzanalyse 305 ff.
 - Definition 305 f.
 - fehlerhafte 309 f.
 - Haftung 307 f.
 - Offenlegung von Interessenkonflikten 306, 308, 309 f.
 - Sell-Side 306
- Finanzierung 107 f., 115 ff., 155 ff.
 - Arten 107 f.
 - Kapitalkosten 115, 184, 201
 - *Modigliani-Miller* 115
 - Pecking Order 115 f.
 - Separationstheorem 121
- fraud-on-the-market-theory s. Kausalität
- Freiverkehr 111, 223, 232 ff., 250, 318 f.
- freiwillige Information 314 ff.
 - Marktmanipulation 315 f.
 - sittenwidrige Schädigung 314 ff.
- Funktionenschutz 177 ff., 180 ff.

- Corporate Governance als 186 ff.
- Marktanomalien 184 ff.
- Übernahmerecht 194
- Verhältnis zum Anlegerschutz 177 ff., 194 ff., 197 f.
- Gatekeeper 38 f., 296 f., 442, 444 f.
- Gehilfenhaftung 415 ff., 429, 444 f.
- Gerüchte s. Ad-hoc-Publizität
- Gesamtschuld 435, 445 f.
- Gewinnabschöpfung 291 f., 327
- Gleichbehandlungspflicht 338 f., 399
- Hauptversammlung 482 f.
- Holzmüller*-Entscheidung 45
- Ineffizienz s. Behavioral Finance
- Informationsasymmetrie 156, 371 ff.
 - informationsbedingtes Marktversagen 373 ff., 384
 - IPO 371 f.
 - Kapitalerhöhung 372
 - Screening 374 f.
 - Sekundärmarkt 384
 - Self Selection 375
 - Signaling 375 ff.
- Informationseffizienz s.a. Behavioral Finance, 113, 123 ff., 183
 - Einpreisung 128 f., 350
 - relative 124 f.
 - semistarke 124, 127 ff.
 - theoretische Grundlagen 123 ff.
 - Überprüfung 127 ff.
- Informationsmodell 237
- Initial Public Offering 109, 155 f.
- Insider 74 f., 143, 317 ff.
 - Aktienoptionsprogramme 322, 440
 - Freiverkehr 318 f.
 - Insiderdelikte 74 f., 319 ff.
 - Insiderinformation 31, 33, 74 f., 100, 126, 261 f., 264 f., 288 f., 318, 319 ff., 324 f., 331, 351, 357, 475, 477 ff., 482 f.
 - Insiderpapiere 318 f.
 - ökonomische Auswirkungen 143, 323 ff.
 - persönliche Haftung 328, 440
 - Unternehmensinsider 321 f.
- Insiderhandel 74 f., 129, 440
 - Ausnahmen vom Verbot 320 f.
 - Schutzgesetzzeigenschaft 75, 326 f.
- Insolvenz 369 f., 446 ff.
 - Doppelin insolvenz 448 f.
 - Folgen für Schadensallokation 369 f.
 - Gesamtschuldnerausgleich 447 ff.
 - Nachrang 408 f., 450
 - Pflichten des Insolvenzverwalters 408
- Interessenkonflikt 150, 161 f., 376 ff.
- Intermediär
 - Anlegerintermediär 295 f.
 - Informations- und Beratungspflichten 296, 316
 - Informationsintermediär 294
 - Marktintermediär 296 ff., 443 f.
- Investition 107 f.
 - Auswirkungen des Sekundärmarkts 135 ff.
- IOSCO 6
- Kapitalanlagebetrug 73 f.
- Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz 548 ff.
- Kapitalerhaltung 398 ff., 503
 - Ausschüttung 404
 - durch kurze Verjährung 536
 - Einlagenrückgewähr 401 ff.
 - Erwerb eigener Aktien 405 f.
 - Gesellschafterschutz 399 f.
 - Publikumspersonengesellschaft 400 f., 406 f.
- Kapitalkosten 115
- Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz z 18, 32, 221, 301, 431 f., 468, 499, 560 f.
- Kapitalmarktrecht, Begriff 3
- Kausalität
 - Anlagestimmung 353, 522, 524 f., 527 ff.
 - Beweis 541 ff.
 - fraud-on-the-market-theory 79, 87, 90, 94 ff., 175, 519 f.
 - haftungsausfüllende 97, 360, 529 ff.
 - haftungsbegründende 519 ff.
 - Kursverlust 530 f.
 - Marktanomalien 526 ff.
 - normale Marktphasen 521 ff.
 - Primärmarkt 522 f.
 - Sekundärmarkt 521 f.
 - Übernahmerecht 523
 - und geschütztes Rechtsgut 519 f.
- Kreditgefährdung 52 ff.
 - Haftung von Ratingagenturen 53 ff.
 - Rechtfertigung 55 f.

- Rechtsdogmatische Stellung 56 ff.
- Kurzichtigkeit der Kapitalmärkte s. Behavioral Finance
- Markt für Unternehmenskontrolle s.a. Übernahme, 161 ff.
 - bei Kapitalmarktineffizienzen 163
 - praktische Bedeutung 163 f.
- Marktmanipulation 75 ff., 225
 - Auffangtatbestand 331 f.
 - Ausnahmen 329
 - handelsgestützte 328 ff.
 - Scalping 331 f.
 - Schutzgesetzeigenschaft 76 f., 225, 236, 311 f., 315, 329, 330, 332
 - Vorsatzerfordernis 330, 469 f.
- Marktmissbrauchsrichtlinie s. Europarecht
- Mitgliedschaftsrecht 44 ff.
- Mitverschulden 531 f.
- Motive für Fehlinformationen
 - bei Kapitalmarktineffizienz 390 f.
 - Primärmarkt 376 ff.
 - Sekundärmarkt 386 ff.
- MTN-Programm 245, 376
- Nachtrag
 - Angebotsunterlage 280 f.
 - Beteiligungspublizität 294
 - Billigung des Prospektnachtrags 242 ff.
 - Corporate Governance Kodex 254 f.
 - Prospekt 241 ff.
- Neuer Markt 28 f., 36, 58, 64, 114, 177, 188, 257, 305
- Öffentlichkeitsarbeit 387, 485 f.
- Ökonomische Analyse s.a. Informationsasymmetrie, Principal-Agent-Konflikt, Verhaltenssteuerung
 - Deliktsrecht 365 ff.
 - Emittentenhaftung 409 ff.
 - Organaußenhaftung 375 ff., 382 f., 388 ff., 391 ff.
 - Rationales Desinteresse 546 f.
 - Schadensallokation 367 ff., 411
 - Schadensprävention 370, 409 ff.
 - Sekundärmarktschäden 140 ff.
 - soziale Schäden 140, 142, 209 f., 384 ff., 498
 - Überabschreckung durch Haftung 379 ff., 382 f., 391 ff., 394
 - Vermögensschäden 208 ff.
- Verschuldensmaßstab 457 f., 462 ff.
- Organaußenhaftung 411 ff., 420 ff., 432 ff.
 - Binnenpflichten 421 f.
 - Deliktsrecht 412 f.
 - Gehilfenhaftung 415 ff., 429
 - Geschäftsverteilung 441 f., 476
 - Gesellschaftsrecht 417 ff.
 - kapitalmarktrechtliche Treuepflicht 433 f., 436 ff.
 - Ökonomische Analyse 375 ff., 382 f., 388 ff., 391 ff.
 - Organisations- und Kontrollpflichten 413 f.
 - Prospekthaftung 422 ff.
 - Sorgfaltspflicht 418
 - Übernahmerecht 429 ff.
- Organwalter s.a. Directors' Dealings
 - eigene Publizitätspflichten 287 ff.
- persönliche Haftung s. Organaußenhaftung
- Pflichtangebot 38, 191, 271, 272, 277, 279, 281, 293, 332 ff., 467
 - Acting in concert 332 f.
 - aufsichtsrechtliche Durchsetzung 334
 - Delisting 235
 - Kontrolle 332, 443
 - negatorischer Anspruch 335
 - zivilrechtlicher Anspruch 333 ff.
- Portfoliotheorie 120, 121 f.
- Primärmarkt 109 f.
 - Allokationsfunktion 111
 - Emissionsverfahren s.a. Bookbuilding, 109 f.
 - Funktion 111 ff.
 - Hot Issue Market 113 f.
 - Underpricing 113
- Principal-Agent-Konflikt 114, 144, 151 f., 202
- Prognosen 246, 273, 309
- Prospekthaftung 10 ff., 80 ff., 239 ff., 380 ff.
 - Aktualisierungspflicht 242 ff.
 - alte Stücke 15
 - Anspruchsberechtigung bei Fonds 355 f.
 - Berichtigung 241 f., 247
 - böslisches Verschweigen 11, 381

- bürgerlichrechtliche 15 ff., 18 f., 20 ff., 27, 37, 61, 203, 245, 285, 301, 356, 406, 422, 427 f., 458, 465, 525 f., 537, 544
- deliktsrechtliche Einordnung 19 f., 20 ff., 25 ff.
- Emissionsbank 298, 299, 422 f., 426, 486 ff.
- Empfängerhorizont 246
- endgültige Bedingungen 244 f., 354
- fehlender Prospekt 239, 470 ff.
- Generalklauseln 27, 240
- Gesamtverantwortung 300 ff.
- Geschichte 10 ff.
- investmentrechtliche 13, 19, 26, 240 ff., 244, 340, 349 f., 355 f., 429, 435 f., 459, 501 f., 531, 534, 540
- junge Stücke 12, 15
- Konvergenz der Tatbestände 22 f.
- nicht unterscheidbare Gattungsstücke 362
- Organaußenhaftung 422 ff.
- Prospektfehler 245 f.
- Rechtsdogmatische Einordnung 18 ff.
- Rechtsprechung 380 ff.
- Sechs-Monats-Frist 353 f., 355 f.
- US-Recht 80 ff.
- vertragsrechtliche Einordnung 18 f.
- Vertrauenshaftung 20, 21 f., 23 ff.
- Weiterveräußerung 359 f.
- Prospektpflicht 239 ff.
- befreiende Dokumente 240 f.
- Haftung bei fehlendem Prospekt 239, 470 ff.
- Prospektrichtlinie s. Europarecht
- Prospektverordnung s. Europarecht
- Publikum s. Anlegerschutz
- Rating 53 ff., 310 ff.
- Auxiliary Services 312, 444
- Begriff 310 f.
- Gebot der Richtigkeit und Vollständigkeit 54, 311
- Haftung 311 ff., 444
- solicited 312 f.
- unsolicited 312 f.
- Rationales Desinteresse 546 f.
- Rechtsgüter s. Anlegerschutz, Corporate Governance, Funktionenschutz
- Reform 7 f., 257 f., 561
- Regelpublizität 248 ff.
- fehlerhafte 253 f.
- Haftung 251 ff.
- Halbjahresfinanzbericht 249
- Jahresabschluss 248
- Jahresfinanzbericht 249
- Quartalsbericht 233
- US-Recht 89 f.
- Verschulden 466 f.
- VorstOG 248 f.
- Zwischenmitteilung der Geschäftsführung 249
- Regulierung, zwingende 200 ff.
- Risiko 120 f., 123, 149 f.
- systematisches 121 f., 123
- unsystematisches 122, 150
- Risikobegrenzungsgesetz 293 f., 332 f.
- Rule 10b-5 86 f., 91 ff., 103
- fraud-on-the-market-theory 94 ff.
- Geschichte 91, 105
- Schaden 96 f.
- subjektiver Tatbestand 92 f.
- Tatbestand 91 f.
- Übernahmerecht 103
- Scalping 331 f.
- Schaden
- Allokation 367 ff.
- Begrifflichkeit 494
- Berechnung 503, 505 ff., 507 f., 508 ff., 516 f.
- Beweis 541 ff.
- Cap 432, 498 ff.
- Differenzschadensersatz 493 ff., 501 f., 503, 505 ff., 507 f., 515 ff.
- Naturalrestitution 492 ff.
- Ökonomische Analyse von Sekundärmarktschäden 140 ff.
- Prävention s.a. Verhaltenssteuerung, 370
- Primärmarkt 501 ff.
- Rückabwicklung 502 f., 510
- Schadensminderungspflicht 532
- Sekundärmarkt 504 ff.
- sittenwidrige Schädigung 64, 494 ff.
- Skandalschaden 507, 544
- Übernahmerechtliche Haftung 496 f., 510 ff., 515 ff.
- Umverteilungsschaden 141
- US-Recht 83, 86, 92 f., 96 f.

- Verteilungsverfahren bei Cap 500
- Schutzgesetzeigenschaft 47 ff.
- Abschlussprüfung 303 f.
- Beteiligungspublizität 267, 295
- Bilanzrecht 251 f.
- Directors' Dealings 290 f.
- Entscheidung zur Übernahme 277
- Finanzanalyse 307 f.
- Informations- und Beratungspflichten 317
- Kapitalmarktrecht 49 ff., 235 f.
- Marktmanipulation 76 f., 225, 236, 311 f., 315, 329, 330, 332
- nach BGH-Rechtsprechung 47
- nach Literatur 48 f.
- Neben- und Nacherwerbe 279
- Regelpublizität 251 ff.
- Stand der Annahmeerklärungen 278
- Stellungnahme der Zielgesellschaft 285 f.
- Strafgesetze 49, 71, 73, 252
- Vermögensschäden 48 f.
- Schutzzweck s.a.
- Transaktionserfordernis
- Abschlussprüferhaftung 302
- Directors' Dealings 288
- Haftung 167 ff., 174 ff., 202 ff., 221 ff., 230 f.
- Haftung von Emittenten 171 f.
- Haftung von Intermediären 170 f.
- Publizitätspflichten 187
- Übernahmerecht 190 ff., 269 f., 271, 275 f.
- Schutzzweck der Norm 67 ff., 454, 495
- Sekundärmarkt 110 f.
- Auswirkung auf Investitionsentscheidungen 135 ff.
- Funktion 119 ff.
- Liquidität 119 f., 126, 183, 201
- Marktstruktur 111
- Rückwirkungen auf Primärmarkt 135
- Shareholder Value 147 ff.
- Anreize für Manager 149 ff.
- Debatte 147 f.
- EVA 149
- Probleme des Ansatzes 150 f.
- Stakeholder 147
- Sittenwidrige Schädigung 58 ff.
- Bedeutung im Kapitalmarktrecht 69 ff.
- Türöffnerfunktion 69 f.
- Sittenwidrigkeit 59 ff., 65 f.
- Ad-hoc-Mitteilung 59 f.
- Expertenhaftung 61
- falsche Auskunft 60
- Gesetzesverletzung 65
- Prospekt 61
- Unterlassen 61 f.
- Sonderrechtsverhältnis 213 ff.
- am Kapitalmarkt 220 ff.
- culpa in contrahendo 216 f., 454 f.
- Eigentümer-Besitzer-Verhältnis 218, 456
- Entstehung 218 ff.
- Geschäftsführung ohne Auftrag 217 f., 455 f.
- Informations- und Beratungspflichten 317
- Näheverhältnis 219 f., 228 f.
- Rechtsdogmatische Konzeptionen 214 ff.
- Sorgfaltspflichten 472 ff.
- Ad-hoc-Publizität 476 ff., 480 f.
- bei Überbewertung 481 ff.
- Emissionsbegleiter 486 ff.
- Emittent 410 f., 473 ff.
- Fairness Opinion 489 ff.
- Hauptversammlung 482 f.
- mündliche Äußerungen 483 ff.
- Organwalter 418 f., 473, 475 f.
- Prüfungspflichten 488 f.
- Unternehmerisches Ermessen 56, 144, 150, 223, 337, 377, 399, 410 f., 418 f., 436 f., 440, 472
- Squeeze-Out 278, 345
- Stellungnahme der Zielgesellschaft 281 ff.
- Empfängerhorizont 282 f., 287
- Fairness Opinion 284, 489 ff.
- fehlerhafte 287
- Gegenleistung 282, 283 f.
- Haftung 285 f.
- Stand Alone 283
- Synergieeffekte 283 f.
- Stimmrechtsmeldung s.
- Beteiligungspublizität
- Strafrecht 71 ff., 177 f., 415 ff., 420 f.
- Transaktionserfordernis 340 ff., 349, 393, 403
- Altanleger 341

- Primärmarkt 345 f.
- Sekundärmarkt 346 f.
- Übernahmerecht 344 f., 347 f.
- Zusammenhang mit Schutzzweck 342 f.
- Transaktionskosten 182
- Transparenzrichtlinie s. Europarecht
- Transparenzrichtlinie-
Umsetzungsgesetz 227, 238, 253, 256, 293
- Treuepflicht 433 f., 436 ff.
- Überbewertung 118 f., 195 f., 481 ff.
- Übernahme
 - feindliche s.a. Markt für Unternehmenskontrolle, 163 f., 268, 281, 337, 437
 - substituierter Preisbildungsprozess 191 ff., 279, 344, 347, 358, 496 f., 511 ff.
- Übernahmerecht s.a.
 - Angebotsunterlage, Pflichtangebot, Stellungnahme der Zielgesellschaft, Übernahmerechtliche Haftung, 36 ff.
 - Annahmeabsicht 292
 - City Code 37, 39, 490
 - einfaches Erwerbsangebot 284
 - Entscheidung zur Übernahme 273 ff.
 - Entwicklung 37 ff.
 - Finanzierungsbestätigung 313, 443
 - Gefangenendilemma 192 f., 270 f., 277, 511
 - Neben- und Nacherwerbe 279 f.
 - Neutralitätspflicht 335 ff., 470, 517
 - Pflichtangebot s. ebd.
 - Publizitätspflichten 268 ff.
 - Schutzzweck 190 ff.
 - Stand der Annahmeerklärungen 277 ff.
 - Übernahmekodex 37
 - US-Recht 101 ff.
 - Zaungastregel 193
- Übernahmerechtliche Haftung 37 ff., 268 ff., 276 f., 278 f., 352, 358 f., 442 f.
 - § 12 WpÜG 39 f., 41 f., 272 f.
 - § 13 Abs. 2 WpÜG 40 f., 42 f., 313
 - Barangebote 272
 - Befreiung von Veröffentlichungspflicht 274
 - deliktsrechtliche Einordnung 41 ff.
 - Empfängerhorizont 270 ff., 282 f.
 - Falschangaben über Absichten 191 ff., 273, 279, 496 f., 511 ff.
 - fehlerhafte Angebotsunterlage 272 f.
 - Neutralitätspflicht 337 f.
 - Organaußenhaftung 429 ff.
 - Rechtsdogmatische Einordnung 39 ff.
 - Schaden 496 f., 510 ff., 515 ff.
 - Tauschangebote 272 f., 280, 517
 - Verschulden 459
- Übernehmerrichtlinie s. Europarecht
- Unrichtige Darstellung 77 f.
- Unternehmenskontrolle s. Corporate Governance
- Unternehmensplanung 482
- Unternehmerisches Ermessen 56, 144, 150, 223, 337, 377, 399, 410 f., 418 f., 436 f., 440, 472
- US-Recht
 - Ad-hoc-Publizität 98 ff.
 - class actions 96
 - Directors’ Dealings 288, 290
 - Entwicklung 80
 - implied remedy 91, 104 f.
 - materiality 92
 - Prospekthaftung 80 ff.
 - Regelpublizität 89 f.
 - reliance 90, 94 f.
 - Rule 10b-5 s. ebd.
 - Sarbanes-Oxley Act 99, 100 f., 154, 479
 - scienter 93
 - sec. 11 SA 84 ff.
 - sec. 12 SA 80 ff., 102
 - sec. 13(d) SEA 102
 - sec. 14(d) SEA 102
 - sec. 14(e) SEA 103 f.
 - sec. 16(b) SEA 100 f.
 - sec. 17(a) SA 86
 - sec. 18 SEA 90
 - sec. 306 SOA 100 f.
 - sec. 9(e) SEA 100
 - Übernahmerecht 101 ff.
 - übernahmerechtliche Informationspflichten 102
- Verhaltenssteuerung s.a. Ökonomische Analyse, 211, 409 ff., 440, 473 f.
- Verjährung 533 ff.
 - Grundsatz 537 f.

- Kapitalschutz 536
- spezialgesetzliche 15, 534
- Vermögensschäden
- Deliktsrecht 204 ff.
- Einordnung der Kapitalmarkthaftung 210 ff.
- Haftungsbegrenzung 207 f.
- Kreditgefährdungstatbestand 56 ff.
- Ökonomische Analyse 208 ff.
- Rechtsvergleichung 206
- reine 204 ff.
- Schutzgesetzverletzung 210
- Vermögensverwalter s. Intermediär
- Verschulden
- Ad-hoc-Publizität 459, 466 f.
- Beweis 480 f., 491, 540
- Fahrlässigkeit 452 f., 462 ff.
- fehlender Prospekt 470 ff.
- grobe Fahrlässigkeit 459, 460 ff.
- Marktmanipulation 330, 469 f.
- mündliche Äußerungen 468 f.
- Ökonomische Analyse 457 f., 462 ff.
- Ordnungswidrigkeiten 461 f.
- Prospekthaftung 15, 17, 459
- Regelpublizität 466 f.
- Sittenwidrige Schädigung 62 f.
- Sonderrechtsverhältnis 454 ff.
- Sorgfaltspflichten s. ebd.
- Übernahmerechtliche Haftung 459
- US-Recht 82, 85 f.
- Vorsatz 62 f., 66, 210, 451 f., 469 f.
- Versicherung 367 f.
- D&O 368, 393 f.
- Vertrauen 180 f., 385, 428
- Vertrauenshaftung 20, 21 f., 23 ff., 33 f., 214
- Volatilität 182, 183, 201
- Wertpapierdienstleistung 316
- Wettbewerb 165
- Widerrufsrecht 171, 242 f.
- Wirtschaftsprüfer s.a. Abschlussprüfer, 298 f.

